企　業　年　金

受託者責任ハンドブック

（第三版）

2025（令和 7）年 7 月

企業年金連合会

第三版刊行にあたって

わが国における「受託者責任」あるいは「フィデューシャリー・デューティー」に関する取組は、企業年金の分野において発展し実践されてきた歴史があります。資産構成割合に係る運用規制（5：3：3：2 規制）の撤廃により、1997 年に「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が策定され、厚生年金基金関係者の受託者責任に対する意識は定着していきました。その後、2002 年に施行された確定給付企業年金制度でも同様の内容が引き継がれ、それまで受託者責任や受給権保護に対する特段の措置がなされていなかった税制適格退職年金制度（適年）についても、確定給付企業年金への移行により受託者責任に基づく運用がなされることとなり、適年が廃止された 2012 年までに、全ての企業年金を対象に受託者責任に基づく運用が行われる体制が整えられました。

それから遅れること 3 年、金融庁は行政指針の中で金融事業者に対して「フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践」を掲げ、2017 年に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表しました。しかし、2022 年 12 月の「市場制度ワーキング・グループ　顧客本位タスクフォース　中間報告」では、金融事業者が、顧客利益より販売促進を優先していることや、当該原則を採択していない金融事業者も多く存在していることから、当該原則の取組みを一歩踏み込んだものとすべきとし、プリンシプル・ベース規定の法定化を促すとともに、企業年金についても、運用の専門家の活用不足や運用機関の選定プロセス、加入者への情報提供に課題があるとして、「金融事業者のほか、企業年金制度等の運営に携わる者等もこのような規定の対象に加えることにより、広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべきである。」とされました。

同じく 2022 年 12 月に公表された「資産所得倍増プラン」でも、「金融事業者や企業年金制度等の運営に携わる者について、横断的に、顧客等の利益を第一に考えた立場からの取組の定着や底上げが図られるよう、必要な取組を促すための環境整備を行う。」とされ、これらを受けて、金融庁は 2023 年 3 月に、金融業者だけでなく企業年金も対象に「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」とする新たな条文を含む「金融商品取引法等の一部を改正する法律」を国会に提出し、2024 年 11 月に施行されました。

本条文（「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」第２条）の解釈について厚生労働省では、「善管注意義務・忠実義務に基づく対応を行うことにより履行される義務である」としており、新たな内容というより、現行の忠実義務等の規定による対応を定着・底上げするためものであるとしています。

更に、2023 年 12 月に公表された「資産運用立国実現プラン」では、アセットオーナーの中で企業年金が改革として取り上げられ、「運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、（中略）ガイドラインを改定するなど、必要な方策を講じる」とされ、これを受け、2025 年 1 月に「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関

するガイドライン」が改訂されました。

この改訂では、「しなければならない」行為として記述された項目は無く、遵守しなければ義務違反を生じる可能性があると考えられるルールの改訂とはなっていませんので、直ちに何らかの対応が必要となるものありません。企業年金は、いち早く受託者責任に取り組んできましたが、しかし、企業年金を取り巻く環境は変化しており、企業年金の事業主及び理事が果たすべき役割や受託者責任のあり方についての期待が一層高まっています。

企業年金のリスク許容度は母体企業に大きく依存することとなりますが、企業年金の理事等が果たすべき受託者責任について、理事・代議員のみならず、母体企業関係者も含めて再確認し、企業年金の運営に関する関係者間の問題意識の共有化を図ることは、企業年金のガバナンス体制を強化する上で重要です。

これまでに受託者責任を果たすための法令やガイドラインの整備がなされてきましたが、その具体的な内容は必ずしも理解しやすいものとは言えず、またステークホルダーに対して説明し理解を得ることも難しい面があります。わが国では訴訟に至ることがまれであるため、判例の積み重ねに期待することも難しいのが実情です。

そこで、本ハンドブックでは、受託者責任の内容をより明確にするために、ガイドラインの趣旨やポイントを説明するとともに、通常の管理運用業務で考えられる「想定事例」を示しています。今回の本ハンドブックの改訂に当たっては、改訂前のハンドブックで現在においても有効な見解等はそのまま残し、修正や追加が必要であった箇所を重点的に補強しました。

本ハンドブックが、企業年金を運営する事業主及び理事はもとより運用機関の方々など関係者に広く読まれ、受託者責任の重みを改めてご認識いただき、これを適切に果たすための一助となれば幸いです。

令和７年７月
企業年金連合会
理事長　鮫島　正大

目　次

○第三版刊行にあたって
○凡例

Ⅰ　総　論

１．受託者責任とは何か……3
（１）受託者とはどういう者か……3
（２）受託者の義務の内容……3
（３）受託者責任……5
（４）厚生労働省ガイドライン……6
２．本ハンドブックの位置付けと利用法……8
（１）本ハンドブックの位置付けと構成……8
（２）事例の構成と留意点……8
（３）チェックリストについて……9

Ⅱ　各　論（ガイドライン「３ 事業主及び基金の理事」部分

１．事業主及び基金の理事……13
（１）一般的な義務……13
① 法令上の義務……13
（善管注意義務）……13
（忠実義務）……13
② 一般的基準……17
（２）基本的な留意事項……22
（分散投資義務）……22
（資産構成の重視）……25
（資産の特性等への配慮）……29
（資産状況の把握）……32
（３）株式による掛金の納付に当たっての留意事項……34
（４）運用の基本方針……34
（策定）……34
（内容）……37
（オルタナティブ投資を行う場合の留意事項）……43
（運用の基本方針への記載）……43
（運用受託機関の選任に当たっての留意事項）……52
（運用戦略内容等の確認）……57
（策定の手続、見直し）……62
（５）運用の委託……67

① 運用受託機関の選任・契約締結 67
（選任の基準） 67
（定量評価の基準） 71
（定性評価の基準） 74
（義務の明確化、契約締結の手続） 77
② 運用受託機関の管理 79
（運用ガイドラインの提示） 79
（報告の請求） 88
（契約上の義務の違反） 97
③ 運用実績の評価と見直し 99
（運用評価と見直し） 99
（運用評価の期間） 101
（運用評価の基準） 103
（掛金の払込割合の変更等） 105
（変更等の手続） 105
④ 執行コスト等への配慮 108
（６）基金における自家運用 110
① 運用の基本方針における規定 110
② 政策的資産構成割合の策定 110
③ 運用対象等 117
④ 資産状況の把握 124
⑤ 資金の管理 124
⑥ 報告の請求 124
⑦ 契約上の義務の違反 126
⑧ 有価証券の売買 127
⑨ 執行コスト等への配慮 127
⑩ 投資信託等への運用に当たっての留意事項 129
（商品の特性、私募投資信託の留意事項、外国の投資信託の留意事項） 129
⑪ デリバティブ（金融派生商品）の利用に当たっての留意事項 132
⑫ 株式インデックス運用に当たっての留意事項 134
（７）資産管理の委託 137
① 資産の保全 137
② 資産管理を行う機関の選任・契約締結等 139
（選任の基準、義務の明確化、契約締結の手続、契約上の義務の違反） 139
（８）運用コンサルタント等の利用 141
（運用コンサルタント等の利用、運用コンサルタント等の要件、契約内容の明確化、契約締結の手続、契約上の義務の違反） 141
（９）専門性の確保・向上 145

（専門性の確保・向上）..... 145
（１０）利益相反..... 148
① 事業主の法令上の禁止行為等 148
（禁止行為、禁止行為の例、加入者等以外の第三者、特定の方法の指図、
特別な利益の提供）..... 148
② 理事の法令上の禁止行為等 148
（禁止行為、禁止行為の例）..... 148
③ 忠実義務違反のおそれがある行為 153
④ 基金から基金型事業主（事業主）への注意喚起 168
（１１）基金の理事の責任..... 171
① 管理運用に係る意思決定に関する理事の責任 171
（理事の義務）..... 171
（理事の責任）..... 173
② 管理運用業務の執行に関する理事の責任 175
（理事長の義務）..... 175
（管理運用業務を執行する理事の義務）..... 178
（理事長等の責任）..... 182
③ 義務履行の評価 184
（職務遂行過程による判断、状況に応じた評価）..... 184

Ⅲ 各 論（ガイドライン「６ その他」部分

６ その他 189
（１）会議録等の作成・保存..... 189
（業務執行の記録）..... 189
（基金における理事会の会議録）..... 191
（基金における代議員会の会議録）..... 193
（労働組合等の同意を得た際の記録）..... 195
（２）基金における代議員会への報告..... 196
（報告、報告の内容）..... 196
（３）加入者等への業務概況の周知..... 198
（加入者への周知、加入者以外の者への周知）..... 198
（４）基金から基金型事業主（事業主）への情報提供..... 218
（５）管理運用業務に関する情報開示に当たっての留意点..... 220
（６）アセットオーナー・プリンシプル..... 221

Ⅳ 厚生年金基金

１．厚生年金基金の受託者責任に関する法令等..... 227
２．厚生年金基金における受託者責任..... 228

３．厚生労働省ガイドライン..... 229
４．Ⅱ・Ⅲ各論における確定給付企業年金と厚生年金基金のガイドライン上の
主な差異 231
５．（５）②（分散投資に関する通知を受けるための体制整備）..... 244
６．（１０）利益相反..... 247
①　事業主の法令上の禁止行為等..... 247
（禁止行為、禁止行為の例、加入者等以外の第三者、特定の方法の指図、特別な利益の提供）..... 247
②　理事の法令上の禁止行為等..... 247
（禁止行為、禁止行為の例）..... 247

Ⅴ　チェックリスト

「３　事業主及び基金の理事」部分チェックリスト..... 255
（２）基本的な留意事項について..... 255
（３）株式による掛金の納付に当たっての留意事項..... 256
（４）運用の基本方針..... 256
（５）運用の委託..... 258
① 運用受託機関の選定・契約締結について 258
② 運用受託機関の管理 259
③ 運用実績の評価と見直し 260
④ 執行コスト等への配慮 262
（６）自家運用（基金のみ）..... 263
（７）資産管理の委託..... 265
（８）運用コンサルタント等の利用..... 266
（９）専門性の確保・向上..... 266
（１０）利益相反（①規約型の場合）..... 268
（１０）利益相反（②基金の場合）..... 269
（１１）基金の理事の責任（基金のみ）..... 270
「６ その他」部分チェックリスト..... 271
代議員会に対する情報開示チェックリスト（Ⅰ）..... 273
代議員会に対する情報開示チェックリスト（Ⅱ）..... 274

Ⅵ　関係法令等　巻末資料

確定給付企業年金制度について（抜粋）..... 281
運用の基本方針の策定指針 286
運用指針の策定指針 290
「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版スチュワード シップ・コード≫..... 293
アセットオーナー・プリンシプル（抜粋）..... 300

凡　　例

本ハンドブックの内容は、令和７年７月時点の法令・通知に基づいて記述している。
また、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」の引用文中においては、下記の左欄の用語は、右欄の略称を用いて表記している。

省略前の用語	略称
確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）（平成 14 年３月 29 日年発第 0329009 号）別添「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」	ガイドライン
規約型企業年金の事業主	事業主
企業年金基金	基金
事業主及び基金	事業主等
加入者及び加入者であった者	加入者等
確定給付企業年金に係る資産運用関係者	資産運用関係者
確定給付企業年金に係る積立金の管理及び運用に関する事業主等の業務	管理運用業務
事業主及び基金の理事	理事等
事業主が締結した資産管理運用契約の相手方	資産管理運用機関
基金が締結した基金資産運用契約の相手方	基金資産運用機関
運用受託機関又は運用コンサルタント	運用受託機関等
基金を設立して実施する確定給付企業年金の事業主	基金型事業主
管理運用業務を執行する理事	理事長等
確定給付企業年金に係る資産	資産
個々の資産の種類（株式、債券等）や商品	資産等
事業主及び理事長等	年金運用責任者
適切な資産の管理運用を行うために当該確定給付企業年金にとって最適と認められる資産構成割合	政策的資産構成割合（本ハンドブックの解説上は「政策アセット・ミクス」と表記する）
資産の管理を行う資産管理運用機関又は基金資産運用機関	資産管理機関
運用対象及び契約する金融機関又は金融商品取引業者（第１種金融商品取引業を行う者に限る）等	金融機関等
基金型事業主又は基金型事業主と緊密な資本若しくは人的関係のある会社	関係会社
確定給付企業年金法	法

確定給付企業年金法施行令	令
確定給付企業年金法施行規則	規則

Ⅰ　総　論

１．受託者責任とは何か

（１）受託者とはどういう者か

我が国において受託者責任を考えるに際しては、民法の委任に関する規定が基礎となる。委任とは、ある者が一定の法律行為（契約等）や事務を行うことを他人に委託することである。この場合、委任された者（受任者）は、委任の趣旨にしたがって善良なる管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負うことになる（民法第 644 条)。

また、これに付随して、事務処理の状況を報告する義務や事務処理によって生じた収益を委任者に引き渡す義務もある。また、委任は信任関係を基に成り立っているものであるから、受任者（受託者）は原則として自ら事務の処理に当たるべきものとされている。

次に、英米において受託者がどういった意味で使われているか見てみよう。

第一に、受託者という言葉が意味するように、そもそもは信託という仕組みにおいて使われ始めた。信託とは、財産権を有する者（委託者）が、他人（受託者）に財産権を移転して、ある目的（信託の目的）に沿って、ある者（受益者）のために、管理や処分を任せることである。この仕組みの大きな特徴は、次の二つである。

① 受益者と受託者の間には、受託者が信認を受けて受益者のために権限を行使するという信認関係が成立すること。

② 権限の行使に当たっては受託者に裁量権が与えられること。

第二に、今日、英米では、他者のために専門能力を提供するものをフィデューシャリー（fiduciary）と呼ぶことが多い。

このフィデューシャリーは､｢受託者｣とか｢受認(任)者｣と訳されるが､この fiduciary という概念は、本来は信託のスキームにおける受託者を指す概念として判例法上形成されたものである。それが、信託以外にも援用・拡大されてきたのである。この場合の「受託者」は、信託における「受託者」よりも範囲が広く、例えば弁護士、公認会計士、医師あるいは株式会社の取締役といった者も含まれる。

いずれの意味で使うにしても、受託者というのはある分野に通じ、しかも裁量権を持っている者であることは共通している。

このような広い意味での受託者という概念を企業年金の分野に適用したのが、米国におけるエリサ法（1974 年従業員退職所得保障法）である。エリサ法では、次のような者が受託者に当たるとされている。第一に、制度の管理または制度資産の運用に関し裁量的な権限を有する者、第二に、制度資産に関し、有償で投資助言をする者等である。したがって、年金基金内部の者のみならず、運用受託機関や裁量権を有するコンサルタント等もその機能から受託者に含まれることとなる。

（２）受託者の義務の内容

それでは、受託者は具体的にどのような義務を負うとされているのであろうか。信託の

受託者については、次の四つの義務が重要と言われている。

第一は、注意義務と呼ばれているものである。これは、ある地位や職責にあるものは、社会通念上期待される合理的な注意を払って職務を遂行しなければならないということである（信託法第 29 条）。

第二は、忠実義務である。受託者は職務を遂行する際には、もっぱら受益者の利益を考慮すべきであり、自分自身や第三者の利益を図ってはならないというものである（信託法第 30 条）。

第三は、公平義務である。受益者が 2 人以上ある信託においては、受託者は、受益者のために公平にその職務を行わなければならない（信託法第 33 条）。

第四は、分別管理義務である。これは、他人から預かった財産は、自分の財産と区別して管理しなければならないという義務である（信託法第 34 条）。

なお、自己執行義務については、受託者が自ら信託事務の処理をすべきことを一応の前提としつつも、信託事務の処理の第三者への委託については、受託者の義務としてではなく、受託者の権限ととらえた上で、第三者に委託できる場合が規定され（信託法第 28 条）、さらにこの場合は、信託の目的に照らして適切な者に委託しなければないこと（信託法第 35 条 1 項）、受託者は、当該第三者に対し、信託の目的の達成のために必要かつ適切な監督を行わなければならないこと（信託法第 35 条 2 項）などが規定されている。

このうち、年金資産運用に関し特に重要なのは、注意義務と忠実義務の二つであり、これを表の形でまとめれば、次のようになる。

注意義務	・ある地位や職責にある者に求められる一般的な水準の知識に基づいて、十分な注意を職務遂行上払うということ。例えば、企業年金の運営に関して言えば、事業主及び基金の理事（以下「理事等」という。）は、業務遂行上、理事等の地位にある者として要求される知識（例：投資理論）に基づき、十分な注意義務を果たすことが求められる。 ・簡単に言えば、「その地位に相応によく注意する」ということである。英米では、“プルーデント・パーソン・ルール”と呼ばれている。
忠実義務	・受託者の義務の中で最も重要で本質的な義務と言われるもので、例えば、基金型における基金の運営に関して言えば、受益者である加入者・受給者あるいは基金以外の、第三者の利益を一切考慮に入れず、受益者の利益のみに専念して義務を遂行することである。 ・そして、一般的・抽象的に忠実義務をいうにとどまらず、特に一定の忠実義務違反行為（利益相反行為）が法令等で禁止されている。

（3）受託者責任

それでは、我が国の確定給付企業年金における受託者責任はどのようになっているか、もう少し詳しく見てみよう。

まず、規約型では、事業主が実施の主体であり、この年金制度に課せられた義務は事業主が果たさねばならない。

次に、基金型における基金の内部の者についてであるが、基金の理事は、基金業務の執行機関という立場にあり、法人である基金と理事は委任関係にあるので、基金に課せられた義務は実際上理事が果たしていかなければならないこととなる。

次表は、現行の法令上、どのような規定が設けられているかを表したものである。

ア　事業主・基金に対して ・安全かつ効率的な運用（確定給付企業年金法第 67 条） ・分散投資（確定給付企業年金法施行令第 46 条） ・運用基本方針の作成（確定給付企業年金法施行令第 45 条） ・運用指針（運用ガイドライン）の作成、交付（確定給付企業年金法施行規則第 83 条） ・適正な年金数理に基づく業務遂行（確定給付企業年金法第 96 条） ・安定した財政運営（確定給付企業年金法第 57～64 条） ・誠実公正義務（金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第 2 条）
イ　事業主に対して 業務全体について ・善管注意義務（民法第 644 条） 積立金の管理・運用業務について ・事業主の行為準則（確定給付企業年金法第 69 条）
ウ　理事に対して 基金と理事の関係は民法上の委任ないし準委任に当たると考えられるので、 業務全体について ・善管注意義務（民法第 644 条） 積立金の管理・運用業務について ・基金の理事の行為準則（確定給付企業年金法第 70 条）

さらに、委託先の運用受託機関はどのような義務を負っているのであろうか。確定給付企業年金の資産運用に当たる者も、確定給付企業年金との間で委任（事務管理については準委任）の関係にあり、受託者責任を負う（米国等では、理事等を第一フィデュー

シャリー、運用受託機関を第二フィデューシャリーと呼ぶことがある)。下表は、運用受託機関の注意義務と忠実義務について法制上の扱いを見たものである。

	善管注意義務	忠実義務
信託銀行	信託業法第 28 条第 2 項	確定給付企業年金法第 71 条、第 72 条 信託業法第 28 条第 1 項
生命保険会社＊	なし	確定給付企業年金法第 71 条、第 72 条
投資顧問業者	金融商品取引法第 42 条第 2 項	確定給付企業年金法第 71 条、第 72 条 金融商品取引法第 42 条第 1 項

＊　特別勘定については、協定書で誠実運用義務を定めている。
「生命保険会社は企業年金の本特別勘定特約を付加する趣旨に従い、誠実に注意深く当特別勘定の適正な運営を行うものとする」

なお、運用受託機関も、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第 2 条における「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」とする規定の対象となっている。

（4）厚生労働省ガイドライン

1990 年代に入り、厚生年金基金に係る運用規制の緩和が図られるとともに、受託者責任やガバナンス強化に向けた取組が行われた。1997 年には、資産構成割合に関する規制（5：3：3：2 規制）の撤廃を受け、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が通知された。本ガイドラインは、英米における「受託者責任」に関するルールのように、具体化したルールの確立を図る趣旨から、エリサ法等英米の法制度における考え方や精神を参考とした具体的な行動指針であり、企業年金に携わる資産運用関係者の責任意識の醸成及び自主性の涵養を図ることにより、安全かつ効率的な資産運用を促進し、もって加入者等の受給権の保護を図ることを目的としている。資産運用に関する法令を補い、基金関係者の役割及び責任を明確化、具体化することで、基金の理事が資産運用に当たって遵守すべき基本的なルールが整備された。

その後 2002 年に施行された確定給付企業年金制度においても同様の内容が引き継がれ、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が通知された。これにより、厚生年金基金から移行した確定給付企業年金はもちろんのこと、受託者責任について特段の措置がなされていなかった税制適格退職年金制度（適年）についても、確定給付企業年金への移行により本ガイドラインの適用を受けることで、受託者責任に基づく運用がなされることとなり、適年が廃止された 2012 年までに、全ての企業年金を対象に受託者責任に基づく運用が行われる体制が整えられた。

一方で、金融庁をはじめとする政府における私的年金制度に関連するここ数年の議論

において、企業年金の受託者責任やフィデューシャリー・デューティーに対する脆弱性が指摘され、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」の施行、「資産運用立国実現プラン」と「アセットオーナー・プリンシプル」の公表が行われた。

厚生労働省は、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第２条の解釈について、「善管注意義務・忠実義務に基づく対応を行うことにより履行される義務である」とし、新たな内容というより、現行の忠実義務等の規定による対応を定着・底上げするためものであるとしている。また、ガイドラインにおいて資産運用に関する幅広い内容が網羅されていることから、資産運用立国実現プランとアセットオーナー・プリンシプルの内容は既にカバーされており、法令やガイドラインに基づき運用がなされていれば、アセットオーナー・プリンシプルの受入れ表明は可能である。

資産運用立国実現プランにおいて「運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、（中略）ガイドラインを改定するなど、必要な方策を講じる」とされたことを受け、2025年１月にガイドラインは改訂されたが、「しなければならない」行為として記述された項目は無く、遵守しなければ義務違反を生じる可能性があると考えられるルールの改訂はなかった。

このように企業年金の受託者責任に対する脆弱性の指摘に基づく政府の施策は、制度面において既に整備されていたことから目新しい内容のものではなかったが、ステークホルダーに対する情報開示と取組状況の説明が十分でなかったことなどにより、政府の指摘につながった可能性がある。引き続き、ガイドラインに基づき受託者責任を十分に果たすとともに、ステークホルダーに対する理解と信頼を得るためにもアセットオーナー・プリンシプルの受入れ表明を行うことも重要である。そのためにも、本ハンドブックを活用しながら受託者責任に対する理解を深め実践していただきたい。

なお、2025年１月のガイドライン改訂は、厚生年金基金に対してはなされなかったが、、確定給付企業年金のガイドライン改訂の趣旨に基づき、加入員及び加入員であった者の受給権保護の観点から、資産運用力向上のために取り組むことが重要であるとする事務連絡が2025年１月に発出されている。

２．本ハンドブックの位置付けと利用法

（１）本ハンドブックの位置付けと構成

受託者責任の内容について、法令・ガイドラインの整備がなされているが、具体的にある行為について、それが受託者責任に反するか否かは一義的には決まらず、個別の事情により結論が異なることがありうる。したがって、実際上は個別事例の積み重ねで具体化していくしかないという面がある。しかし、我が国では、訴訟に至ることは極めてまれであり、判例の積み重ねに期待することは難しい。

そこで、いわゆる「想定事例」をまとめることによって、受託者責任の内容をより明確にするために、ハンドブックを作成することとした。

なお、本ハンドブックは、企業年金の管理運用業務を中心的に担うものは事業主及び基金の理事であること、多くの年金関係者がガイドラインをもとに受託者責任について取り組んでいることから、事業主及び基金の理事の資産運用に関する事項を中心に扱うことが必要であろうとの判断の下に、ガイドラインの「３　事業主及び基金の理事」、「６　その他」の部分を対象とすることとした。

本ハンドブックの構成は、利用者の利便を図ってガイドラインの順番に従って記述しており、原則として、ガイドライン本文、趣旨、関係法令等、ポイント、想定事例の順序としている。ガイドライン本文、関係法令等は、制度別に対比する形で表記し、「関係法令等」で複数回引用され、なおかつボリュームの多い（概ね複数ページに亘る）法令等は、便宜のため巻末にまとめた。参照ページを個別に明記しているので活用いただきたい。

また、「ポイント」では、ガイドライン本文中の用語の解説や、趣旨で述べたことをさらに掘り下げて説明するなど、当該ガイドラインのポイントになるべき事項の解説を施した。

（２）事例の構成と留意点

事例に関しては、次のようないくつかのタイプに分けて取り上げた。

まず、忠実義務が論点になると考えられる事例については、忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例と忠実義務違反とならないと考えられる事例に分けて記述した。

次に、注意義務が論点になると考えられる事例については、忠実義務に比べ多様な要素を勘案し、相対的な判断にならざるを得ないことから、次のように３種類の事例に類型化している。

第一は、注意義務の観点から不適切と考えられる事例である。これは、そのような行為が理事等に対し要求される責任を全うしていないおそれがあるものを対象としたものである。

第二は、注意義務の観点から不適切とは考えられない事例である。これは、一見すると形式的には義務違反とも考えられるが、その判断の根拠が事業主及び基金（以下「事業主等」という。）の特殊事情等から総合的に判断すると、必ずしも不適切ではないというもの等である。

そして、第三は、注意義務の観点から望ましいと考えられる事例である。これは、特にガイドライン本文で、「…が望ましい。」という書き方がされている場合に、具体的にどのような行為を指すのかを例示したものである。

しかしながら、実際に企業年金の運営上生ずる案件や、将来、具体的に発生するであろう事例は、より複雑な要素が絡み合っているものと思われる。その際、本ハンドブックに記されている事項にしたがっているからといって、必ずしも、責任を問われないわけではない。具体的な義務を果たしたかどうかは、理事等の具体的な職責や、事業主等の状況等、総合的に判断されるべきものである。

したがって、本ハンドブックの使い方としては、単に事例を読んで判断するのではなく、「趣旨」や「ポイント」に記したその根拠となった考え方を十分に理解するように努めることが重要である。

なお、「趣旨」や「ポイント」を読めば十分理解できる項目については事例を掲げていないものがある一方、事例のみではわかりにくいものについては、適宜注釈を付けるなどの配慮を行っている。

その他の留意点としては、本ハンドブックの事例で「A社は～」と記述しているのは「規約型確定給付企業年金を実施している会社」のことであるため、特に断りのない場合、その事例では「年金資産もしくは年金制度に関することを記述している」ことを自明のこととする。

最後に、情報開示に関する項目については、忠実義務や注意義務とは多少性質が異なるため、具体的な開示項目の例として「開示すべき事項」と「開示することが望ましい事項」とを示すとともに、必要に応じ開示様式を載せることにした。

（3）チェックリストについて

本ハンドブックの巻末に、チェックリストをつけることにした。これは、事業主及び基金の理事が実際に運用受託機関の選定や情報開示などを行う際に、最低限どのような点に留意すべきなのかを示すと同時に、意思決定の内容または確認内容を記入して全体として整合性の取れたものとなっているかを一覧できるようにするためである。ここで示したのは、基本的には標準的なものであり、各企業年金の実情等に応じて、適宜修正を加えて活用いただければと思う。

Ⅱ　各　論

（ガイドライン「３　事業主及び基金の理事」部分）

１．事業主及び基金の理事

（１）一般的な義務

①　法令上の義務

（善管注意義務）

■ガイドライン本文

（善管注意義務）

○　事業主は、加入者等に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負う（民法第 644 条の類推適用）。

○　理事は、基金に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負う（民法第 644 条の類推適用）。

■■趣旨

「善管注意義務」とは「勤務形態やその職責の内容に応じて、事業主または理事として社会通念上要求される程度の注意」を払う義務（以下、「注意義務」という）のことである。簡単に言えば、その地位に相応によく注意するということである。これは、ある業務を任された者に対して社会一般が要求する水準ということであり、その内容は後述の忠実義務に比べ抽象的ではあるが、具体的な特定人（ある業務を任されたその人自身）の注意能力を標準としてその人が通常用いる注意の程度を示す、「自己の財産に対するのと同一の注意」（民法第 659 条）または「自己のためにするのと同一の注意」（民法第 827 条）に比べ、義務の程度が高くなることには留意すべきである。

■■■関係法令等

民法第 644 条

受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。

（忠実義務）

■ガイドライン本文

（忠実義務）

○　事業主は、管理運用業務について、法令、法令に基づいて行う厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその職務を遂行しなければならない（法第 69 条参照）。

○　理事は、管理運用業務について、法令、法令に基づいて行う厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその職務を遂行しなければならない（法第 70 条参照）。

（注）金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律において規定される誠

実公正義務（第 2 条）は、企業年金については、上記の善管注意義務・忠実義務に基づく対応を行うことにより履行される義務である。

■■趣旨

忠実義務とは、「もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして加入者等以外の者の利益を図ってはならない」義務である。

これは、「他人のために財産管理を任された者は、もっぱらその他人の利益のために行動しなければならず、当該他人と自己の利益が対立する場合（いわゆる利益相反、conflict of interests）には、自己の利益のために他人の利益を犠牲にしてはならない」という、信託法に起源を有する忠実義務（duty of loyalty）を、現行法の枠組みを前提として事業主及び理事に当てはめたものである。

なお、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第 2 条は 2024 年 11 月に施行され、「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」ことが規定された。この法律は金融庁所管の法律で、これまで一部の金融事業に適用されていた「誠実公正義務」を、「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」として、全ての金融事業者とともに企業年金にまで適用を拡大し、誠実公正義務の横断化を図ったものである。また、「最善利益義務」については、これまでの法令において存在しない概念であり、その具体的な内容は、個々の主体の具体的な事情に応じて個別に判断されることになるとされている。いずれにしても、法令・ガイドラインに基づく善管注意義務・忠実義務に基づく対応を行うことにより履行される義務である。

■■■関係法令等

【民法】

第 643 条　委任は、当事者の一方が法律行為をすることを相手方に委託し、相手方がこれを承諾することによって、その効力を生ずる。

第 644 条　受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。

第 656 条　この節の規定は、法律行為でない事務の委託について準用する。

【確定給付企業年金法】

第 69 条　事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

２　事業主は、次に掲げる行為をしてはならない。

一　自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること。

二　積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適

正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。
２　基金の理事は、次に掲げる行為をしてはならない。
一　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、第 66 条第 1 項、第 2 項、第 4 項及び第 5 項に規定する契約（以下「基金資産運用契約」という。）を締結すること。
二　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為
３　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。
４　基金は、この条の規定に違反した理事を、規約で定めるところにより、代議員会の議決を経て、交代させることができる。

【確定給付企業年金法施行規則】
第 86 条　法第 69 条第 2 項第 2 号の厚生労働省令で定める行為は、特別な利益の提供を受けて契約を締結することとする。

【金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律】
第 2 条　金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、次項各号に掲げる業務又はこれに付随し、若しくは関連する業務であって顧客（次項第 14 号から第 18 号までに掲げる業務又はこれに付随し、若しくは関連する業務を行う場合にあっては加入者、その他政令で定める場合にあっては政令で定める者。以下この項において「顧客等」という。）の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるものを行うときは、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。
２　前項の「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」とは、次の各号に掲げる業務の区分に応じ、当該各号に定める者をいう。
十六　確定給付企業年金法（平成 13 年法律第 50 号）第 59 条に規定する積立金の管理及び運用に関する業務　企業年金基金及びその理事、同法第 4 条第 1 号に規定する事業主、同条第 3 号に規定する資産管理運用機関及び契約金融商品取引業者、同法第 70 条第 2 項第 1 号に規定する基金資産運用契約の相手方、同法第 91 条の 2 第 1 項に規定する連合会（以下この号において「連合会」という。）及びその理事並びに連合会が締結する同法第 91 条の 25 において準用する同法第 66 条第 1 項、第 2 項、第 4 項及び第 5 項に規定する契約の相手方

■■■■ポイント

「加入者等のため」とは、事業主が負っている義務の直接の相手方は加入者等、すなわち加入者及び加入者であった者であり、これらの者の利益を図るべきことを示したものである。

「基金のため」とは、理事が負っている義務の直接の相手方は基金であり、基金の利益を図るべきことを示したものである。なお、基金の設立目的が加入者に老齢給付を行うことであることを考えれば、「基金のため」とは、通常、「加入者等の利益」を図ることと考えられる。

②　一般的基準

■ガイドライン本文

②　一般的基準 ○　事業主は、管理運用業務について、社会通念上要求される程度の注意を払い、加入者等のため忠実にその職務を遂行しなければならない。 ○　理事は、管理運用業務について、常勤・非常勤の勤務形態やその職責の内容に応じ、理事として社会通念上要求される程度の注意を払い、基金のため忠実にその職務を遂行しなければならない。 　特に、管理運用業務を執行する理事（理事長、管理運用業務を行う常務理事及び運用執行理事等。以下「理事長等」という。）は、管理運用業務に精通している者が、通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならない。

■■趣旨

前述（①法令上の義務）の注意義務について忠実義務との関係を交えて、その一般的基準としての補足説明を行っている。

■■■ポイント

ア　確定給付企業年金法における事業主とはその実施主体が法人の場合はその法人、実施主体が個人事業主の場合はその個人事業主本人のことを指し示すが、実施主体が法人である場合はその事業主（＝法人としての企業）を代理して自然人である役職者が様々な職務を行うのが通常であると考えられる。そこで、その役職者に対してもこのガイドライン本文に明記されているように「社会通念上要求される程度の注意を払い、加入者等のため忠実に職務を遂行しなければならない」と解するのが自然と考えられる。

イ　基金の理事に関する記述で「常勤・非常勤の勤務形態やその職責の内容に応じ」とあるのは、そもそも理事に対して求められる注意義務の水準は、必ずしも理事全員が同一というわけではない。同一基金の中に、常勤の理事と非常勤の理事とがいる場合には、一般的には常勤理事の方が、より高い注意義務水準が要求される。しかし、非常勤の理事しかいない基金の場合、その理事の注意義務が軽減されるという意味ではない。資産管理運用業務に関しては、それを執行する理事（運用執行理事）については、それ以外の理事に比較して高い水準が期待される。

ウ　「理事として社会通念上要求される程度」とは、一義的にはその職責によって決まるものである。したがって、理事が、基金の理事として一般的に要求される水準に満たない知識しかない場合には、研修受講等により研鑽を積むとともに、他の人から適切な助言を求めること等により、知識を補完する方法を考え、業務の遂行に当たる必要がある。

なお、母体企業の財務部門等で資産運用業務に長年携わった経歴があるなど、業務に精通していることを理由に理事に選任された場合は、当該理事は、それに相応した能力を発揮することが期待される。

エ　「基金のため」とは、(前述の通り）理事が負っている義務の直接の相手方は基金であり、基金の利益を図るべきことを示したものである。なお、基金の設立目的が加入者に老齢給付を行うことであることを考えれば、詰まるところ「基金のため」とは、通常、「加入者等の利益」を図ることと考えられる。

オ　なお、「事業主及び理事長等」は「年金運用責任者」という（ガイドライン本文「（２）基本的な留意事項」の中で定義)。

■■■■想定事例（具体的な事例は他の各ガイドラインにおける想定事例を参照）

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、資産管理運用業務に関する経験があまりないが、自分の現在の知識で対応すれば十分と考えて、自ら詳しく調査したり、専門家の助言を求めたりすることなく業務を行っている。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、資産運用業務については運用受託機関が運用ガイドラインに沿って運用を行っているかどうかをチェックせず、また報告書を精査することもなく、全て運用受託機関に任せきりである。

（ウ）　Ａ基金のａ常務理事は、理事就任前に株式投資で自身の財産を増やしてきた。基金の資産運用も同じ慎重さで臨めば問題ないと割り切り、自身の経験に基づいて運用方針を変更する案を作成し、理事会に諮った。

（エ）　母体企業の人事部長でＡ基金の理事を兼ねているａ氏は、資産運用のことはよく分からないので、理事会では深く考えずに事務局案にいつも賛成している。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金のａ非常勤理事は母体企業の役職も兼ねているため、日常的業務は常勤のｂ理事に任せている。しかし、ａ非常勤理事は理事会での議論に積極的に参加し、また適宜基金の業務遂行状況の報告を求め、基金として判断すべき重要事項については責任を持って対応している。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、運用受託機関の担当者が日常的に分析して

いるような株式の個別銘柄の特性や相場見通しについては詳しいわけではないが、株式全体として長期的にはどのようなリターンが期待でき、リスクはどの程度であるのか、政策アセット・ミクスの中で株式はどのように位置付けて考えられているのかなど、年金運用責任者として期待される基礎的な事項については、十分理解している。

○　事業主等は、その職務の遂行に当たり、もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして自己又は加入者等以外の者の利益を図ってはならない。

■ガイドライン本文

■■趣旨

前述（①法令上の義務）の忠実義務について、その一般的基準としての補足説明を行っている。

■■■ポイント

ア　「もっぱら」とは、その後の「これを犠牲にして…はならない」とあわせて考えれば、事業主等は「管理運用業務においては加入者等の利益を第一次的な動機ないし目的として意思決定や執行に当たることを要する」との趣旨と解される。その限りにおいては、加入者等以外の者に付随的ないし結果的に利益がもたらされることを事業主等が認識、認容していても、直ちに義務違反に当たるということではない。ただし、事業主等自身の個人的利益を図ることは許されない。

イ　「加入者等の利益」は、加入者等の受給権保護の観点から、資産の安全かつ効率的な運用がなされているか否かで判断される。より具体的には、投資行動や運用受託機関の選定等により想定されている、直接的な利益（ポートフォリオ全体に対するリスク・リターン、契約条件等）が考えられる。

ウ　「考慮」の方法は、比較すべき他の選択肢の選定やそれらの比較を公正に行うなど、適正な判断が必要である。そのためには、事業主等自身の自己研鑽が肝要である。外部の専門家を利用することも有益であろうが、最終的な判断は事業主等の責務であることに留意する必要がある。

エ　「加入者等以外の者」とは、典型的には、事業主等自身やその親族、役員、事業主等と緊密な関係にある会社等が問題となろうが、それに限らない。なお、基金自体は含まれない。

オ　この一般的基準は、事業主等の姿勢としては当然のことであるが、具体的な場面で何が「忠実義務」に違反するかは必ずしも明確ではない。そこで、「忠実義務」を具体化するものとして、法令上の禁止行為が定められているほか、ガイドライン（１０）利益相反の③に「忠実義務違反のおそれがある行為」が例示されている。

■■■■想定事例（具体的な事例は他の各ガイドラインにおける想定事例を参照。ここでは基金の理事に関する想定事例を若干数紹介する）

ア　「忠実義務」違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ常務理事は、母体企業の厚生課長である。「厚生課長でもある自分は、基金の意思決定についても社長の指揮命令に服するべきである」と考え、基金の意思決定に際しては、まず、母体企業のｂ社長（理事ではない）に指示を仰ぎ、疑問がある場合でもその指示に従って事務局案を作成している。

＊基金の意思決定は、もっぱら加入者等の利益を考慮して基金が自主的に行うべきである。なお、日頃から事業主と意志疎通を良くし意見交換すること自体は何ら問題はないし、むしろ母体企業のリスク許容度を確認する上で有意義である。

（イ）　Ａ基金のａ理事長は、母体企業の事業の安定が基金存続のための最優先事項であると判断し、ｂ運用執行理事に、母体企業と取引のある企業系列の運用受託機関については優先して採用すべく他の運用受託機関に比して意図的に最大限の評価を施すように、と指示している。

（ウ）　Ａ基金のａ理事長は、母体企業の業績が厳しいので、少額の掛金で給付がまかなえるように、リスク特性の高い資産の割合を極端に高めた構成で運用することとし、理事会を説得した。

イ　「忠実義務」違反とならないと考えられる事例

（ア）　Ｂ社のａ社長は、同社が単独で設立したＡ基金の理事長に就任した。

＊一般に、母体企業の役職員が基金の役職員に就任することは、利益相反行為を発生させるおそれが皆無ではないが、これを禁止・制限する規定はなく、要は運営の問題である。ただし、ａ社長は、基金の理事長としての立場で判断、行動する場合には、基金や加入者等の利益を最優先しなければならない。

（イ）　Ａ基金のａ運用執行理事は、母体企業からＢ運用受託機関の採用を要請されたため、Ｂ運用受託機関の運用能力を定性的･定量的に検証した結果、採用基準を満たしていたことから採用の有力候補とした。

（２）基本的な留意事項

（分散投資義務）

■ガイドライン本文

（分散投資義務）

○　確定給付企業年金に係る資産（以下「資産」という。）の運用に当たっては、投資対象の種類等について分散投資に努めなければならない（確定給付企業年金法施行令（以下「令」という。）第 46 条参照）。

ただし、分散投資を行わないことにつき合理的理由がある場合は、この限りでないが、その際は当該合理的理由を運用の基本方針に定めるとともに、事業主にあっては加入者に、理事長等にあっては加入者及び事業主に周知しなければならない。

■■趣旨

資産を１つの手法でまとめて運用するより、値動きの異なる複数の資産を組み合わせることによって、リターンのブレであるリスクを抑えることが期待できる。

今日の投資理論によれば、リターン、リスク、相関係数が異なる複数の資産をうまく組み合わせることにより、１つの資産で運用した場合に比べ、同程度のリスクでもより高いリターンを得たり、より低いリスクで同程度のリターンを得ることができるとされている。したがって、年金資産の運用を行うに当たっては、効率的な運用を行う観点から、法令上、分散投資が義務付けられている。

なお、分散投資を行わないことに合理的理由がある場合には、その合理的理由を運用の基本方針に定めるとともに加入者等に周知する必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

第 67 条　積立金の運用は、政令で定めるところにより、安全かつ効率的に行わなければならない。

【確定給付企業年金法施行令】

第 46 条　事業主等は、積立金を、特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない。

■■■■ポイント

分散投資の内容は、企業年金の財政状況や負債特性、投資対象の性質等によって左右されるものであり、どのような「分散投資」を行うべきかは、一義的に決まるものではない。年金資産全体のリスク・リターンが、事業主等の許容できるリスクの範囲内であって、そのリスク水準に対して最もリターンが高くなるように分散投資されていれば合理的と考えられる。

ア　「投資対象の種類等」とは、債券、株式、外国有価証券等の資産の種類の他、投資対象地域、有価証券の発行主体等の要素も含まれる。

イ　投資の分散は、年金資産全体について行われることが必要であり、運用受託機関ごとに行われていることは要求されない。

ウ　分散投資が原則であり、分散投資を行わない場合にはその「合理的理由」を明確にし、その「合理的理由」を運用の基本方針に定めるとともに、加入者等に周知する必要がある。その場合の「合理的理由」とは、例えば、企業年金の資産規模、財政状況、成熟度等から考えて、分散投資を行わなくても適切なリスク管理が可能である場合や分散投資を行うことがかえって非効率な運用を招くような場合をいう。具体的には、保証利率が設定されている生命保険会社の一般勘定に投資する場合、特定の合同運用ファンドへの投資であって、当該運用ファンドの投資対象が十分に分散されている場合、年金債務のデュレーションやキャッシュフローにマッチングさせた債券運用を行う場合などが考えられる。ただし、「合理的理由」がある場合でも、委託する運用受託機関の信用リスク等に十分に留意する必要がある。

エ　一般的には資産規模が大きいほど、資産を分散して投資しやすい。しかし、単独では小さい資金であっても、小口の資金が集まった合同運用ファンドを用いることにより、効率的に分散投資をすることが期待できる。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では運用可能な資産のリスクとリターンの分析を行わず、より低いリスクでより高いリターンを確保できる可能性があるにもかかわらず、結果として分散投資を行わなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、十分な分析を行わないまま、ある業種が今後は有望ではないかと考えて、株式の運用対象としてその業種だけに限定するように、すべての運用受託機関に運用の基本方針や運用ガイドライン等で指図した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、実施事業所のリスク許容度や追加掛金の拠出能力を考えず、期待リターンは高いがリスクも高いヘッジファンド等のオルタナティブ商品への過大な投資を行った。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）では、資産全体のリスク評価を行わないまま、格付は低いが利回りの高いハイ・イールド債券に集中して投資する運用ガイドラインを運用受託機関

に提示した。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、Ｂ運用受託機関には国内株式の特化型運用、Ｃ運用受託機関には外国株式の特化型運用を委託しているが、他の運用受託機関委託分も合わせると年金資産全体では適切な分散投資が行われている。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、年金資産運用において、資産の安全性を確保することを最優先であると考え、制度上の予定利率の引き下げを行い、生保一般勘定を中心とした運用を行っている。Ａ基金（Ａ社）は、分散投資を行わない合理的な理由として、①生保一般勘定の運用は、国内外の株式・債券等への資産に分散投資を行っており、特定の資産に運用が集中するリスクは少ないこと、②同運用は元本と一定の利率（保証利率）が確保された運用商品であること、③委託する生命保険会社の信用リスク等に問題ないこと、を運用の基本方針に明記し、加入者及び事業主に周知した。

（ウ）　Ａ基金は、実施事業所のリスク許容度を確認するとともに、追加拠出の約束を実施事業所に取り付けた上で、リスクは高いがリターンも高い資産に一定の割合で投資した。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）は、受給者数が多く成熟度が高くなっている。また、実施事業所の状況から追加拠出能力も高くないため、内外株式や外国債券などリスクの高い資産への投資を抑える必要があることから、キャッシュフローの確保を優先した国内債券を中心にした運用を行うこととし、運用の基本方針に分散投資を行わない当該合理的理由を定めた上で、加入者及び事業主に周知した。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は資産規模が小さく単独運用では十分に分散投資ができないため、合同運用によって分散投資を行っている商品を中心に運用を行っている。

（資産構成の重視）

■ガイドライン本文

（資産構成の重視）

○　資産の運用に当たっては、資産全体のリスク（収益率の変動性）とリターン（収益率）を考慮して、個々の資産の種類（株式、債券等）や商品（以下「資産等」という。）の選択（基金における自家運用の場合にあっては、個々の銘柄等の選択）を行わなければならない。リスクの高い資産等であっても、資産全体のリスクとリターンとの関係において合理的と考えられれば、法令に違反しない限り、事業主等自らの判断によりこれらの資産等に運用することができる（法第 65 条、法第 66 条等参照）。

■■趣旨

年金資産の運用成果を左右する要素としては、全体の資産構成のあり方が最も重要である。資産構成をどのようにすべきかは、まず適切と考えられるリスクとリターンの目標の設定が必要であり、これを前提とした全体の資産構成の作成とその管理は、事業主等自らが行うべきものである。

個々の資産の種類（株式・債券等）や商品（信託・生保等）の選択に当たっては、個別資産間の相関やインフォメーション・レシオ等の投資効率等を考慮した上で資産全体のリスクがリスク許容度の範囲内であれば、個別に見ればリスクの高い資産等であっても事業主等の判断で運用対象とすることは可能である。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

第 65 条　第 3 条第 1 項第 1 号の承認を受けた事業主は、政令で定めるところにより、積立金の管理及び運用について、次の各号のいずれかに掲げる契約を締結しなければならない。

一　信託会社（信託業法（平成 16 年法律第 154 号）第 3 条又は第 53 条第 1 項の免許を受けたものに限る。以下同じ。）又は信託業務を営む金融機関を相手方とする信託の契約

二　生命保険会社（保険業法（平成 7 年法律第 105 号）第 2 条第 3 項に規定する生命保険会社及び同条第 8 項に規定する外国生命保険会社等をいう。以下同じ。）を相手方とする生命保険の契約

三　農業協同組合連合会（全国を地区とし、農業協同組合法（昭和 22 年法律第 132 号）第 10 条第 1 項第 10 号の事業のうち生命共済の事業を行うものに限る。以下同じ。）を相手方とする生命共済の契約

2　事業主は、前項第 1 号に規定する信託の契約に係る信託財産の運用に関して、政令で定めるところにより、金融商品取引業者（金融商品取引法第 2 条第 9 項に規定する金融商品取引業者をいう。次項並びに次条第 3 項及び第 4 項において同じ。）と投資一任契約を締結することができる。

3　第 1 項各号に規定する者又は前項に規定する金融商品取引業者は、正当な理由があ

る場合を除き、資産管理運用契約（第1項の規定により締結される同項各号に掲げる契約又は前項の規定により締結される投資一任契約をいう。以下同じ。）の締結を拒絶してはならない。

4　資産管理運用機関が欠けることとなるときは、事業主は、別に資産管理運用契約（第1項各号に掲げる契約に限る。以下この条において同じ。）の相手方となるべき者を定めて、資産管理運用契約を締結しなければならない。

5　資産管理運用契約が解除されたときは、当該解除された資産管理運用契約に係る資産管理運用機関は、速やかに、当該資産管理運用契約に係る積立金を事業主が定めた資産管理運用機関に移換しなければならない。

第66条　基金は、政令で定めるところにより、積立金の運用に関して、前条第1項各号のいずれかに掲げる契約又は投資一任契約を締結しなければならない。

2　基金は、前項の規定により投資一任契約を締結する場合においては、当該投資一任契約に係る積立金の運用について、政令で定めるところにより、信託会社又は信託業務を営む金融機関と運用方法を特定する信託の契約を締結しなければならない。

3　信託会社、信託業務を営む金融機関、生命保険会社、農業協同組合連合会又は金融商品取引業者は、正当な理由がある場合を除き、前2項に規定する契約の締結を拒絶してはならない。

4　基金は、第1項の規定にかかわらず、政令で定めるところにより、金融機関又は金融商品取引業者（金融商品取引法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者に限る。）その他の政令で定めるもの（次項において「金融機関等」という。）を相手方として契約を締結し、預金又は貯金の預入、有価証券の売買その他政令で定める方法により積立金を運用することができる。

5　基金は、前項に規定する有価証券の売買その他政令で定める方法により積立金を運用する場合においては、金融機関等と当該運用に係る積立金の管理の委託に関する契約を締結しなければならない。

【確定給付企業年金法施行規則】

第84条　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。以下この項において同じ。）及び基金は、次に掲げるところにより、積立金の運用を行わなければならない。

一　法第65条第1項及び第2項又は法第66条第1項、第2項及び第4項の規定による運用に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めること。

二　当該事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、前号の資産の構成割合の決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めること。

【確定給付企業年金制度について（通知）（平成14年3月29日年発第0329008号）】

確定給付企業年金法並びにこれに基づく政令及び省令について（法令解釈）

第6　積立金の運用に関する事項

3　政策的資産構成割合について

（2）規則第84条第1項第2号及び同条第2項第2号における政策的資産構成割合の決定に関する「専門的知識及び経験を有する者」とは、当該規約型企業年金又は当該基

金等の政策的資産構成割合の決定に従事若しくは関与していた者又はこれらの者と同等の専門的知識及び経験を有する者であること。

■■■■ポイント

企業年金としての望ましい資産構成の作成に当たっては、具体的には次のステップを踏むことが必要である。

・リスク許容度の確認
・目標収益率の設定
・投資対象資産等の選定
・各投資対象資産等の期待リターンとリスク及び各資産間の相関係数の設定
・最適化やALM分析等による政策アセット・ミクスの作成
・運用受託機関ごとの資産構成、トラッキングエラー等の提示
・年金資産全体のポートフォリオのリスク管理

政策アセット・ミクスの作成には、企業年金の成熟度、財政状況、加入者、受給者の状況等から判断される適切と考えられるリスク許容度や制度設計と整合的な目標収益率の設定が重要である。政策アセット・ミクスについては、ALM 分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュレーションのこと。）等による将来にわたる資産及び負債の変動予測を踏まえ、企業年金の個別事情に応じて許容できるリスクの範囲内で最大のリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法により、適切に定められなければならない。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、年金ALMをＢコンサルタント会社に委託し、政策アセット・ミクスを提案させた。しかしながら、基金（事業主）は提案されたアセット・ミクスを独自に精査することなくそのまま採用した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では政策アセット・ミクスを作成する際、年金資産全体のリスク及びリターンについては十分に検討せず、株式や外貨建資産はリスクが高いという理由で考慮の対象とせずに、安全資産だからということで国内債券に全資産を投資した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）は政策アセット・ミクスを作成する際、基金（実施事業所）のリスク許容度を検討することなく、年金制度の予定利率を上回るために必要なリスク資産中心の運用方針を決定した。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）は、成熟度が年々高くなっており資産運用に流動性を確保しなければならないにもかかわらず、リターンは高いものの流動性の少ない資産に過大な投資をした（特に成熟度が高くなっている基金は、資産運用に流動性を確保しなければならない)。

（オ）　Ａ基金（Ａ社）は財政上多額の不足金を抱えており、その不足を埋めるべく、出来る限り多くの期待収益が得られる政策アセット・ミクスを採用したが、実施事業所のリスク許容度は配慮しなかった。

（カ）　Ａ基金（Ａ社）は予定利率を上回る収益を確保すべく、絶対利回り追求型のヘッジファンドに投資することとしたが、「絶対収益追求」ということにのみ着目し、リスク、流動性等の商品特性について精査しなかった。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）ではALM分析を行い、年金制度の負債特性に合った政策アセット・ミクスを資産運用委員会等における検討を経て決定し、これに基づき運用を行った。しかしながら、運用環境の悪化から大きな損失が発生した。

（資産の特性等への配慮）

■ガイドライン本文

（資産の特性等への配慮）
○　資産等の選択に当たっては、次の点に配慮しなければならない。
ア　当該資産等への運用と確定給付企業年金の目的との整合性
イ　当該資産等への運用が資産全体のリスクとリターンに与える影響
ウ　当該資産等の流動性
エ　当該資産等への運用及び当該資産等の管理に必要な費用
オ　当該資産等への運用に関する運用受託機関の専門的能力の水準

■■趣旨

資産等を選ぶ際には、単に期待される収益率が高いというだけで選択してはならない。企業年金の諸々の状況、当該資産のリスク特性や当該資産の売却可能性、管理運用に要するコスト、当該資産を運用するための運用受託機関の専門的能力の水準等を総合的に考慮して選ぶべきである。したがって、期待収益率が高い資産等でなくても、総合的に見て適切と判断されるものであれば、望ましい選択ということができる。なお、オルタナティブ投資を行う場合は、当該オルタナティブ投資を行う目的、政策アセット・ミクスにおける当該オルタナティブ投資の位置付け、固有のリスクに留意した上での選択が必要である。

■■■ポイント

ア　資産や商品の選択に当たっては、企業年金の成熟度、財政状況等から想定される中・長期的な目標収益率と予測リスクを前提とした資産構成の作成が必要であるが、個別資産並びに商品の選択は、この年金資産全体の中・長期的資産構成（政策アセット・ミクス）と整合的であることが求められる。

イ　個別資産・商品のリスクとリターンはそれ自体のみでその是非が判断されるわけではなく、年金資産全体のポートフォリオのなかで評価される必要がある。したがって、ある運用受託機関に対してはハイリスク・ハイリターンの運用を委託したとしても、年金資産全体としてのリスク・リターンが適切であればよい。

ウ　資産の流動性を検討するには将来のキャッシュフローを予測することが必要となるので、年金 ALM 等を行いこれを把握することは重要である。近い将来、給付費の増加が見込まれるときは、流動性の高い資産等で運用することが必要である。逆に、近い将来には未だ給付額が少ないと予測されるのにもかかわらず、短期資産の構成割合を必要以上に大きくしたり、長期的運用を行えば収益が期待できる投資を避ける等の行動は望ましくない。

エ　年金資産の目標を達成するためには、リスク許容度の範囲で適切なリターンの向上を目指すことが重要であるが、運用にかかる諸々のコストを削減することも重要である。事業主等は正当とは考えられない支出を避ける義務を負っているので、年金資産全体の収益管理の観点からは、常に売買手数料、運用報酬等の運用費用及び資産管理に要する費用を考慮したネットの収益をもとに判断することが必要となる。運用報酬の管理としては、例えば運用受託機関ごとの資産残高を基準に報酬率を定める商品については、運用受託機関の数や資産をどのように配分するのかでコストが異なることに留意する必要がある。

オ　運用受託機関の選定は企業年金自らの権限でもあり、義務でもあるので、その選定に当たっては年金資産全体の運用方針を前提として、ガイドラインに定められた定量評価の基準や定性評価の基準を考慮しつつ、個別資産及び商品の運用に専門性を持った運用受託機関の中から選択することが求められる。選択に当たってコンサルタントを利用することも考えられるが、選択の最終的な責任は企業年金にあることを忘れてはならない。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、ある外国の株式が今後有望であり高い収益率が期待できることから、投資の対象とすることとした。しかし、その国の株式市場は流通市場の整備が遅れ必ずしも売買が円滑に行われていないことや、膨大なカストディ費用がかかることをまったく考慮していなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、Ｂ運用受託機関に国内株式の運用を委託しており、定性・定量評価とも高かったため、外国株式の運用も委託した。しかし、Ｂ受託機関は外国株式については、現地の運用体制が不十分であるため、運用実績もはかばかしくなかった。基金（Ａ社）では、これらの状況を十分調査せず委託してしまった。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）の成熟度は非常に高く、給付が掛金を上回る状況になっている。このような状況にもかかわらず、資産運用委員会等で十分な検討を行わないまま、流動性の低い外国有価証券に集中して投資した。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）では、過去の運用実績やリスク水準が明確でなかったが、最大損失時の年金財政への影響を考慮し、伝統的資産とは異なるリスク特性を持ったヘッジファンドに投資総資産の 5%を組み入れることにした。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、年金 ALM を実施したところ、成熟度が非常に低く、今後 10 年程度は掛金で給付をまかなうことが可能であることが判明した。そのため、資産運用委員会等でリスク許容度も含め十分検討した結果、長期的に総合収益を確保することができる、内外株式に重点的に投資する方針を決定した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、当該運用受託機関の組織体制に関する事項及び当該運用受託機関の財務状況等に関する事項、ならびに当該運用戦略に関する内容等について説明を求め、その内容を十分確認した上で、伝統的資産とは異なるリスク特性を持ったヘッジファンドに投資することにした。

ウ　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では利回り保証商品との位置付けでＢ生命保険会社の一般勘定を採用している。Ｂ社の格付けが引下げられ信用リスクが高まったため、経営破綻した場合の元本毀損リスクを懸念したが、同社が母体企業（Ａ社）の筆頭株主でもあることを勘案し運用委託を継続している。

（資産状況の把握）

■ガイドライン本文

（資産状況の把握） ○　事業主及び理事長等（以下「年金運用責任者」という。）は、少なくとも毎事業年度ごとに、資産全体の構成割合を時価で把握しなければならない（規則第 84 条参照）。

■■趣旨

年金資産の運用状況の把握は、年金運用責任者等の運営管理に当たる者の重要な義務であり、運用受託機関が「契約」、「基本方針」、「運用ガイドライン」に沿って運用しているかを定期的に確認することが必要である。特に、「リターンの変動の約 9 割は、政策アセット・ミクスによって説明される」とも言われていることから、実際の資産構成が政策アセット・ミクスから乖離しているかどうかを検証するため、運用受託機関に定期的報告を求めることとしている。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行規則】 第 84 条 3　事業主等は、当該確定給付企業年金の毎事業年度の末日において、法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産を時価により評価し、その構成割合を確認しなければならない。

■■■■ポイント

ア　運用受託機関の報告の結果、予め定めている政策アセット・ミクスと乖離していることが判明した場合には、その理由、今後の資産構成の方針等につき運用受託機関に確認した上で、企業年金としての考え方を明確にすることが必要である。

イ　時価による評価が困難で簿価により評価せざるを得ない資産の場合でも、評価の基準等について疑問があれば、運用受託機関に評価の考え方等につき報告を求めることが必要である。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、決算期を除き四半期毎の時価ベースの資産構成割合と運用利回りを集約せず、資産運用委員会、実施事業所等に報告していなかったため、リバランス等の投資行動に移る手続きをとることができなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、四半期毎の時価ベースの資産構成割合を把

握していながら、運用市場動向の大きな変動により、資産のリバランスが必要であるにもかかわらず、今後とるべき対応策を検討しなかった。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ｂ運用受託機関が運用ガイドラインに反し、金融派生商品や高レバレッジを使った運用をしている事実を知っていたが、非常に利回りが良いので放置している。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、Ｂ運用受託機関から、不動産については、四半期ごとにそのつど不動産鑑定による時価評価を行うことはコストとの兼ね合い等の観点から困難であるので、年に 1 回公示価格や路線価をもとに理論価格を算出したものを、時価として報告を受けている。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、合同口で国内株式の運用を行っているが、運用銘柄の開示は一部しか行われていない。そのため、期待収益率やリスク特性を把握するために運用受託会社より、運用方針、ベンチマーク、運用手法、トラッキングエラー等の情報収集を行っている。

（３）株式による掛金の納付に当たっての留意事項[1]

（４）運用の基本方針

（策定）

■ガイドライン本文

（策定）

○　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。）及び理事長等は、運用の基本方針を策定しなければならない（令第 45 条及び規則第 82 条参照）。

○　運用の基本方針は、確定給付企業年金の成熟度・積立水準、事業主又は基金型事業主の掛金負担能力・経営状況等、確定給付企業年金の個別事情に応じて、事業主等自らの判断の下に策定されなければならない。

■■趣旨

企業年金の資産運用は、資産運用の目的・目標を明確にした上で、事業主または母体企業のリスク負担能力や企業年金の成熟度、資産規模や運用管理体制など自らの実情を踏まえて行う必要がある。

運用の基本方針は、企業年金が主体的に運用を行っていくための枠組みを設定するものであり、受託保証型確定給付企業年金を除く全ての企業年金が策定しなければならない。策定に際しては、まず、事業主または母体企業及び基金の個別事情を的確に把握することが出発点となる。

なお、運用の基本方針の策定・変更の際は、加入者の意見を聴くこと及び加入者へ周知することが必要となる。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】

第 45 条　事業主（厚生労働省令で定める要件に該当する規約型企業年金を実施するものを除く。以下この条において同じ。）及び基金は、積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令で定める事項を記載した基本方針（以下この条及び第 46 条の 2 第 3 項において「基本方針」という。）を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならない。

２　基本方針は、法令に反するものであってはならない。

３　事業主及び基金は、基本方針を作成しようとするときは、厚生労働省令で定めるところにより、加入者の意見を聴かなければならない。

４　事業主及び基金は、基本方針を作成したときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該基本方針について、加入者に周知させなければならない。

５　前 3 項の規定は、基本方針の変更について準用する。

６　事業主及び基金は、法第 65 条第 1 項及び第 2 項並びに法第 66 条第 1 項に規定する方法（法第 65 条第 1 項第 1 号の規定による信託の契約であって、第 38 条第 1 項第 2

[1] 事業主等が株式で掛金を納付する実例は少ないと考えられることから割愛した（以下、同じ）。

号に該当するもの及び生命保険又は生命共済の契約であって、当該契約の全部において保険業法（平成 7 年法律第 105 号）第 116 条第 1 項又は農業協同組合法（昭和 22 年法律第 132 号）第 11 条の 32 に規定する責任準備金の計算の基礎となる予定利率が定められたものを除く。）により運用する場合においては、当該運用に関する契約の相手方に対して、協議に基づき基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生労働省令で定めるところにより、示さなければならない。

【確定給付企業年金施行規則】
第 82 条　令第 45 条第 1 項の厚生労働省令で定める要件は、当該確定給付企業年金が受託保証型確定給付企業年金であることとする。

■■■■ポイント

ア　「企業年金の成熟度・積立水準」

（ア）　成熟度を示す指標としては、「加入者数に対する受給権者数の割合」、「掛金に対する給付費の割合」等があり、これらの指標やその将来予測をもとに制度の有する様々な特性を考慮する必要があるが、資産運用のリスク許容度を考えるに当たっては、資金の出入りの問題であることから、「掛金に対する給付費の割合」が重要な指標となると考えられる（なお、成熟度は経年変化が生じることに留意することが必要である）。

一般に、成熟度の高い企業年金は近い将来相当の給付を行うこととなるため、リスク許容度は小さいものと考えられる。

（イ）　積立水準を判断する際の基準としては、継続基準、非継続基準等が考えられる。

一定期間後に目標とする積立水準に比べ、現状の不足額が大きい場合には、それを解消させるための方策について、資産運用だけでなく掛金の引き上げや給付水準の見直し等も含めて全体的な検討が必要となる。

イ　「事業主または基金型事業主の掛金負担能力・経営状況」

（ア）　母体企業の収益力や財務内容が優れ、リスク許容度が高ければ、企業年金の成熟度が高くとも、ハイリスク・ハイリターン型のアセット・ミクスを選択することも可能である。

（イ）　逆に成熟度が低い企業年金でも、母体企業のリスク許容度が低い場合、運用の大きな失敗が許されないため、必ずしもハイリスク型のアセット・ミクスを選択できるとは限らない。

（ウ）　なお、規約型確定給付企業年金の事業主が運用の基本方針を策定する際及び基金が母体企業と協議する際には、利益相反すなわち忠実義務違反に留意すべき状況が

生じうる点に注意しなければならない。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ａ基金（Ａ社）の個別事情を考慮せずに、高い運用収益を挙げているＢ基金（Ｂ社）の運用の基本方針を、そのままＡ基金（Ａ社）の運用の基本方針（案）とした。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、政策アセット・ミクスを作成する際に、市場環境等運用面の要素だけを勘案し、期待収益率の水準によっては予定利率の見直しが必要になること等、年金財政との関係を考慮しなかった。（ウ）　Ａ基金のａ常務理事は、母体企業から株式等のリスク資産を全額売却し、安全資産（現金）だけで運用するよう指示されたため、今後の市場環境見通しや基金財政への影響等を検討することなく実行しようと試みた。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、Ｂコンサルティング会社にALM分析とともに運用の基本方針の原案作成を依頼した。Ｂ社案の内容が自社（Ａ基金）の個別事情を十分反映した適切なものであったため、年金運用責任者はそのまま案として理事会・代議員会に諮り決定した。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、運用の基本方針の策定に際し、（母体企業の）財務・人事部門代表を交えた資産運用委員会を設置して検討を行ったため、自社（母体企業）のリスク負担能力等、自社（Ａ基金）の事情を十分反映することができた。

（イ）　Ａ社（Ａ基金）は加入者構成が若い会社（基金）で、当面は受給権者が極少数で推移するため、年金運用責任者は、ハイリスク･ハイリターン型のアセット・ミクスを選択することが可能であったが、経営幹部が（母体企業が）掛金を積み増す代わりにローリスク型のアセット・ミクスの選択を要望したため、掛金額等、企業年金の財政への影響を検証した上で、それに従った。

（内容）

■ガイドライン本文

（内容）

○　運用の基本方針においては、運用の目的、運用目標、資産構成に関する事項、運用受託機関の選任に関する事項、運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項、運用受託機関の評価に関する事項、運用業務に関し遵守すべき事項、自家運用に関する事項（自家運用を行う基金に限る。）、その他運用業務に関し必要な事項を定めなければならない（令第 45 条及び規則第 83 条参照）。

○　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。）及び基金は、自らの判断の下に政策的資産構成割合を定めなければならない。また、政策的資産構成割合の決定に関し、事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めなければならない。なお、受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主は、自らの判断の下に政策的資産構成割合を定めるよう努めなければならない。（規則第 84 条参照）。

○　政策的資産構成割合については、ALM 分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュレーションのこと。）等による将来にわたる資産及び負債の変動予測を踏まえ、確定給付企業年金の個別事情に応じて許容できるリスクの範囲内で最大のリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法により、適切に定められなければならない。

○　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。）及び基金は、運用の基本方針に運用受託機関の選任に関する事項を定めるに当たっては、特定の運用受託機関に対する資産の運用の委託が基金の資産全体から見て過度に集中しないよう、集中投資に関する方針を定めなければならない。

○　次のような合理的理由がある場合は、当該集中投資に関する方針にかかわらず、特定の運用受託機関に資産の運用を委託できる旨定めることができるが、当該特定の運用受託機関の信用リスク等に留意しなければならない。

① 当該特定の運用受託機関の複数の資産で構成される商品、複数の投資戦略を用いる商品又は複数の商品に投資する場合

② 生命保険一般勘定契約又は生命共済一般勘定契約等元本確保型の資産に投資する場合

③ その他合理的理由がある場合

■■趣旨

運用の基本方針においては、資産運用の目的・目標、政策アセット・ミクスや運用受託機関の選任に関する事項など、企業年金の資産運用に関する基本的な事項を定めなければならない。なお、運用受託機関の選任に関する事項の策定に当たっては、特定の運用受託

機関に過度に集中しないよう留意する必要があるが、バランス型ファンドや元本確保型の資産に投資する場合等の合理的理由があればその限りではない。

政策アセット・ミクスは、企業年金が中長期で維持すべき基本的な企業年金全体の資産配分であり、受託保証型確定給付企業年金を除く全ての企業年金において政策アセット・ミクスの策定が義務付けられている。「リターンの変動の約 9 割は、政策アセット・ミクスによって説明される」ともいわれており、政策アセット・ミクスの策定は非常に重要である。政策アセット・ミクスは、ALM 分析等による将来にわたる資産及び負債の変動予測を踏まえ、企業年金の個別事情に応じて許容できるリスクの範囲内で最大のリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法により、決定する必要がある。また、政策アセット・ミクスの決定に関しては、当該事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めなければならない。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】

第 45 条　事業主（厚生労働省令で定める要件に該当する規約型企業年金を実施するものを除く。以下この条において同じ。）及び基金は、積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令で定める事項を記載した基本方針（以下この条及び第 46 条の 2 第 3 項において「基本方針」という。）を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならない。

２　基本方針は、法令に反するものであってはならない。

３　事業主及び基金は、基本方針を作成しようとするときは、厚生労働省令で定めるところにより、加入者の意見を聴かなければならない。

４　事業主及び基金は、基本方針を作成したときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該基本方針について、加入者に周知させなければならない。

５　前三項の規定は、基本方針の変更について準用する。

６　事業主及び基金は、法第 65 条第 1 項及び第 2 項並びに法第 66 条第 1 項に規定する方法（法第 65 条第 1 項第 1 号の規定による信託の契約であって、第 38 条第 1 項第 2 号に該当するもの及び生命保険又は生命共済の契約であって、当該契約の全部において保険業法（平成 7 年法律第 105 号）第 116 条第 1 項又は農業協同組合法（昭和 22 年法律第 132 号）第 11 条の 32 に規定する責任準備金の計算の基礎となる予定利率が定められたものを除く。）により運用する場合においては、当該運用に関する契約の相手方に対して、協議に基づき基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生労働省令で定めるところにより、示さなければならない。

【確定給付企業年金法施行規則】

第 83 条　令第 45 条第 1 項の厚生労働省令で定める事項は、次のとおりとする。

一　積立金の運用の目標に関する事項

二　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用（令第 45 条第 6 項に規定する生命保険又は生命共済の契約を除く。）に係る資産の構成に関する事項

三　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項（法第 65 条第 1 項第 1 号の規定による信託の契約であって、令第 38 条第 1 項第 2 号に該当するものを除く。）に規定する信託会社、信託業務を営む金融機関、生命保険会社、農業協同組合連合会又は金融商品取引業者（以下この条において「運用受託機関」という。）の選任に関する事項
四　運用受託機関の業務（以下この項において「運用業務」という。）に関する報告の内容及び方法に関する事項
五　運用受託機関の評価に関する事項
六　運用業務に関し遵守すべき事項
七　前各号に掲げるもののほか、運用業務に関し必要な事項

第 84 条　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。以下この項において同じ。）及び基金は、次に掲げるところにより、積立金の運用を行わなければならない。
一　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めること。
二　当該事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、前号の資産の構成割合の決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めること。
2　受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主は、次に掲げるところにより、積立金の運用を行うよう努めなければならない。
一　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めること。
二　当該事業主に使用され、その事務に従事する者として、前号の資産の構成割合の決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くこと。
3　事業主等は、当該確定給付企業年金の毎事業年度の末日において、法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産を時価により評価し、その構成割合を確認しなければならない。

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
第６　積立金の運用に関する事項
１　運用の基本方針について
令第 45 条第 1 項において、事業主（規則第 82 条に規定する要件に該当する規約型企業年金を実施するものを除く。1 及び 2 並びに別紙 1 及び別紙 2 において同じ。）及び基金（以下「事業主等」という。）は、積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令（規則第 83 条第 1 項及び第 2 項）で定める事項を記載した基本方針（以下「運用の基本方針」という。）を作成しなければならないこととされているが、運用の基本方針に記載すべき具体的な内容は、運用の基本方針の策定指針（別紙 1）のとおりとすること。
なお、運用の基本方針の作成又は変更に当たっては、令第 45 条第 3 項の規定に基づき、加入者の意見を聴くこと。
当該加入者の意見を聴く方法は、規則第 84 条の 2 第 1 項に規定する方法により実

施すること。なお、加入者の意見を聴く方法については次の①から⑤までに留意すること。

① 規則第84条の2第1項第1号の方法により行う場合で、当該加入者の代表者が参画する委員会を設置する場合にあっては、同条第2項の規定に基づき、専門的知識及び経験を有する代理人を当該委員会に参加させることも可能であること。

② 規則第84条の2第1項第2号イの意見の提出の機会については、全ての加入者に対して公平に与えられるものであること。

③ 規則第84条の2第1項第3号の意見を聴く方法について、例えば、業務概況に意見を受け付ける連絡先を記載する等の方法があること。

④ 運用の基本方針の作成又は変更に当たっては、規約で定めるところにより、受給権者等の意見を聴くことも可能であること。

⑤ リスク分担型企業年金の場合は、規則第84条の2第1項第1号ハ及び第2号ハに基づく情報開示と同様に、調整率（規則第25条の2第1項に規定する調整率をいう。以下同じ。）及び超過比率（規則第25条の2第2項に規定する超過比率をいう。以下同じ。）に係る情報について、加入者の代表者又は代議員からの求めがあった場合に開示すること。

（「運用の基本方針の策定指針（別紙１）」は、「Ⅵ 関係法令等 巻末資料」に掲載）

■■■■ポイント

ア 政策アセット・ミクス策定の際には、次に掲げる事項について考慮する必要がある。なお、政策アセット・ミクスは、直近の市場動向などに安易に左右されず、中長期的な観点から策定されるものである。

また、バランスファンドのみで運用を行う場合には、ポートフォリオ全体が政策アセット・ミクスの資産配分から大きく乖離し許容範囲を超えないようにファンドに投資することが必要である

（ア） 企業年金の成熟度・積立水準

（イ） 企業年金の給付内容

（ウ） 母体企業の掛金負担能力・経営状況

（エ） 各資産のリスク・リターン、将来的な運用環境の認識

イ 「ALM分析」の一例をあげると次のとおり。

（ア） 経済・投資環境の予測

（イ） 資産サイド分析

・投資対象資産のリスク・リターンの予測

・アセット・ミクス構築上の制約条件

⇒有効フロンティア作成・候補ポートフォリオの選定

（ウ） 負債サイド分析

・死亡率、脱退率、昇給率

・今後の新規加入者の見込（採用計画等）
・年金受給権者の一時金選択率等
⇒キャッシュフロー予測、責任準備金シミュレーション

（エ）　総合分析
⇒政策アセット・ミクス・現状アセット・ミクスからの移行計画
・将来の積立水準の予測
・将来の掛金引き上げの予測

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）の年金運用責任者は、各運用受託機関に長期アセット・ミクスを提案させ、それについて何ら検討も行わず、その合計をそのまま政策アセット・ミクス（案）とした。（その際に、企業年金の財政状況、自社（母体企業）の状況等は一切考慮しなかった。）

（イ）　Ａ社（Ａ基金）では、企業年金の財政状況、自社（母体企業）の状況等を考慮せず、ほとんどの資産を短期の債券で運用しており、その資産構成割合を企業年金の政策アセット・ミクスとしている。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、運用の基本方針に運用目標、資産構成に関する事項は盛り込んであるが、運用受託機関の選定については、環境によって異なるので、特段に評価項目や評価基準を定めず、年金運用責任者がその時々に意思決定することにしている。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）では、相場動向により短期に利回りを追求するため、大きな幅を持たせた政策アセット・ミクスを策定している。（実質的に決めていないのと同じ）

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は成熟度がまだ低く、母体企業のリスク許容度も高いことから、ハイリスク型の政策アセット・ミクスを策定できない状況ではなかったが、「安全性を重視した資産運用によって利差損が生ずる場合、利差損を予算化し、特例掛金を拠出する用意がある。」との母体企業の考え方も含め資産運用委員会等で検討した結果、ローリスク・ローリターン型の政策アセット・ミクスとした。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、資産規模が小さいため効率性の観点からバランス商品のみで運用を行っていることから、政策アセット・ミクスは当該バランス商品の資産構

成割合を踏まえて策定した。

（ウ）　Ａ社は企業年金の資産規模が小さいことを考慮し、運用受託機関を徒に増やすことは運用コストの増加に繋がると考え、運用資産のリスク・リターン特性や運用手法の透明性を確認し、また当該運用受託機関の信用リスク等に留意した上で、特定の運用受託機関に集中した運用方針を定めている。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、運用の基本方針の策定に際し、（母体企業の）財務・人事部門代表を交えた資産運用委員会において検討を行った。

政策アセット・ミクスについては、ALM 分析等の合理的な分析を実施し、それに基づいて策定した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、相場動向により時価評価による資産配分が政策アセット・ミクスと乖離した場合のリバランスルールについても規定している。

（オルタナティブ投資を行う場合の留意事項）

（運用の基本方針への記載）

■ガイドライン本文

（オルタナティブ投資を行う場合の留意事項）

○　オルタナティブ投資（株式や債券等の伝統的な資産以外の資産への投資又はデリバティブ等の伝統的投資手法以外の手法を用いる投資）を行う場合は、運用の基本方針に以下の事項を定めなければならない。

① 当該オルタナティブ投資を行う目的

② 政策的資産構成割合における当該オルタナティブ投資の位置付けとその割合

③ 当該オルタナティブ投資に固有のリスク（例えば、流動性リスク）に関する留意事項

■■趣旨

オルタナティブ投資は、「代替投資」とも呼ばれ、株式や債券等の伝統的な資産以外への投資（不動産や証券化商品など）や現物買い以外の手法（先物、売り持ちなど）を使った投資である。伝統的な資産に比べ、収益源泉が異なることから収益安定化資産やリスクヘッジ資産として用いられている。しかしながら、オルタナティブ投資は伝統的な資産の運用とは異なる仕組みや複雑なリスクが存在する。また、流動性が低い、解約に制限がある、解約してもすぐに現金化できない、情報開示が限定的、即時の時価評価が難しいなど伝統的な資産に比べ制約が多い。

オルタナティブ投資を実施する際はこれらの特徴やリスクを理解し、目的や位置付けなどについて十分に議論した上で投資を決定する必要がある。例えば、分散を目的として株式と相関の低い商品を組み入れたいのか、それとも、国内債券の代替商品を組み入れたいのか、それぞれの企業年金の実状に照らして投資の意義や導入目的を考えることが重要である。

企業年金の資産運用は、「運用の基本方針」の中で、資産運用の目的、資産構成に関する事項など資産運用に関する基本的な事項を明文化している。長期・安定的な収益獲得を目指す企業年金がオルタナティブ投資を行う場合は、投資目的や政策アセット・ミクスにおける位置付け、投資割合、固有のリスクなどを運用の基本方針に記載し、投資方針を明確にしておくことが受託者責任を果たす意味において極めて重要である。

年金資産運用は、不確実な将来に向かって、不完全な情報の下で意思決定をしなければならない場面が往々にしてある。だからこそ重要な意思決定は適切なプロセスを経て行うべきである。その意味で投資に際しては関係者と十分に議論を行い、その内容や経緯について文書等で残しておくことが肝要である。

■■■■ポイント

ア　オルタナティブ投資を行う目的は様々であるが、主な目的は以下のようなものが考えられる。

（ア）　投資対象拡大や投資手法の拡張による分散投資
（リスク分散、リターン源泉拡充など）

（イ）　絶対収益（プラスリターン）の追求

（ウ）　市場変動リスクの抑制

イ　オルタナティブ投資の位置付けやその割合を決定する際は、次に掲げる事項について考慮することが望ましい。

（ア）　オルタナティブ投資に求める役割期待（インカム拡充など）

（イ）　他の資産クラスとの連動性（相関性）

（ウ）　オルタナティブ投資組入れによるポートフォリオ全体の期待リターン、期待リスクの変化

ウ　オルタナティブ投資を行う目的や位置付けについては、定期的に検証することが必要である。導入時の状況は変化するものであり、例えば、国内債券の代替で投資した場合、将来一定の金利水準まで金利が上昇すれば、当初の導入目的や位置付けについて、見直しが必要となる。

エ　オルタナティブ投資を実際に行うに当たっては、各投資対象・投資手法の特性を把握した上で、それぞれの固有のリスクを把握する必要がある。主な投資対象・投資手法と固有のリスクに関する留意点は以下の通りである。

（ア）　ヘッジファンド

・投資手法等

「絶対収益の確保」を目標とする一般的なヘッジファンド投資では、ロング（買い持ち）取引に加えて、ショート（売り持ち）取引やデリバティブ取引を活用することが多い。厳格なロスカット（損切り）ルールを設定しているものがある一方、ハイリスク・ハイリターンを企図した運用手法を用いたものもあり、投資戦略は多種多様である。

代表的なヘッジファンドの戦略としては「株式ロングショート戦略」「イベントドリブン戦略」「グローバルマクロ戦略」「マネージドフューチャーズ（CTA）戦略」等が挙げられる。

戦略によって期待されるリスク・リターンが大きく異なるため、ポートフォリオに組み入れる際には、各戦略の違いや伝統的資産との相関関係、実際に運用する運用会社の特徴（投資哲学等）を理解し、投資する目的と合致したリスク・リターン

が期待できる戦略かどうかを見極めることが重要である。

・固有のリスクに関する留意点

✓　流動性（換金性・解約条件）

ヘッジファンドを解約する場合、解約申し込みから換金まで時間にかかるケースや、投資開始から解約まで保有期間が短い場合に解約手数料がかかるケースがあるため、投資開始時にファンドの解約条件に留意する必要がある。

✓　ファンドスキームの適切性

ヘッジファンドは、投資形態としてファンド・オブ・ファンズとシングル・ファンドとに大きく分かれる他、いずれの形式においても運用者（運用会社）、カストディアン（資産管理会社）、アドミニストレーター（ファンドの純資産額の算出等を行う事務管理会社）等の多くの関係者が介在する。関係者が多くなれば、当然、コストが余分にかかる。また、各々の責任範囲が不明確になりがちであり、また利益相反の可能性も高くなる。そのため、ファンドスキームを正確に把握し、不審な点がないか、その適切性に留意する必要がある。

（イ）　プライベート・エクイティ投資

・投資手法等

プライベート・エクイティ投資は、運用者自らが未公開の投資先企業の経営権を取得し、企業価値向上を達成した後に売却・上場して得られるキャピタルゲインがリターンの源泉となる。伝統資産とは異なる収益機会を求めるため、中長期的に伝統資産より高い利回りが期待できる。

・固有のリスクに関する留意点

✓　流動性（換金性）

ファンドを通じたプライベート・エクイティ投資は、全期間解約不可であることが一般的であるため、一度投資を行うと長期にわたり換金できないことが多い。また、セカンダリー市場で売却を行う場合、相対取引となるため、売却までに相応の時間を要したり、大幅なディスカウント売却を強いられる可能性がある。

✓　キャピタルコールへの対応

一定の投資枠をコミット（約束）し、運用者が投資案件を見つけるたびにキャピタルコール（資金拠出要請）がかかる仕組みとなっていることが一般的であるため、不定期な資金拠出に対応できるよう、資金繰りに留意する必要がある。

✓　J-カーブ効果

プライベート・エクイティ投資はポートフォリオ構築に時間を要する上、リターンが出るまでに 3～4 年を要するケースが多い。そのため、投資の初期段階では

費用支払い等により損失が先行し、後半に収益が集中的に計上されるリターン特性（J-カーブ効果）がある。

✓　運用者によるリターンのばらつき

プライベート・エクイティ投資は、伝統資産よりもマネージャー間のパフォーマンスのばらつきが大きいため、運用者の選定がより重要となる。

（ウ）　プライベート・デット投資

・投資手法等

プライベート・デット投資は、ファンドなどの銀行以外の主体による企業のデット（借り入れ）に対する投資であり、貸し出しに対する金利収入（インカムゲイン）がリターン源泉となる。

貸出金利は変動金利であり、ハイ・イールド債等の他の資金調達手段よりも流動性に乏しく、借り手の信用力が相対的に低いことが一般的であることから、スプレッド（利回り差）は有利（高め）に設定されることが多い。

また、第1抵当順位の担保を設定されたものから、第2順位担保権付ローンや劣後ローン、ユニトランシェ（優先ローンと劣後ローンを組み合わせたハイブリッド型のローン）まで、様々なリスク・リターン特性を有した投資対象に投資することができる。

・固有のリスクに関する留意点

✓　流動性（換金性）

ファンドを通じたプライベート・デット投資は、全期間解約不可であることが一般的であるため、一度投資を行うと長期にわたり換金できないことが多い。また、セカンダリー市場で売却を行う場合、相対取引となるため、売却までに相応の時間を要したり、大幅なディスカウント売却を強いられる可能性がある。

✓　キャピタルコールへの対応

一定の投資枠をコミット（約束）し、運用者が貸出案件を見つけるたびにキャピタルコール（資金拠出要請）がかかる仕組みとなっていることが一般的であるため、不定期な資金拠出に対応できるよう、資金繰りに留意する必要がある。

✓　信用リスク

一般的には格付けのない信用力の低い中堅以下の規模の企業へのデット投資であるため、信用リスクを念頭において、業種・セクターの分散やコベナンツ（財務制限条項）の設定が重要となる。

✓　トラックレコードの短さ

プライベート・デット投資は、オルタナティブ資産の中でも投資対象資産としての歴史が比較的浅く、長期のトラックレコードを保有する運用者が少ないため、

投資判断のための情報収集、比較分析等が重要となる。

（エ）　不動産・インフラ投資

・投資手法等

不動産・インフラ投資の導入目的として、株式や債券といった伝統的資産との相関が低いことによる分散効果、賃料収入等に基づく安定したインカムリターンの獲得等が挙げられる。

不動産投資は、株式や債券等の伝統資産と異なり、流動性及び（投資対象物件の）個別性のリスクが相対的に大きい。流動性の確保を重視する場合は、J-REIT 等の上場 REIT への投資により、株式、債券同様の流動性を確保することが可能である。また、解約可能なオープンエンド型の不動産ファンドを選択することにより、一定程度の流動性を確保することが可能となる。個別性のリスクについては、ファンドの主たる投資対象（地域、物件の用途等）や投資スタイルを分散し、ポートフォリオ構築を行うことでリスクを抑制することができる。

一方、インフラ投資は、不動産投資以上に流動性及び個別性のリスクが大きい。

インフラファンドは不動産対比で投資期間も長く、REIT のような上場ファンド、オープンエンド型のファンドも少ないなど、流動性は非常に低い。

インフラ資産からの収益は、空港、道路、港湾、水道、発電所などのインフラを運営することよる事業収入であり、運営の巧拙、需給の変動により、一定程度変動することに留意が必要である。インフラ投資にあってはファンドごとの投資対象（事業等）を把握し、ポートフォリオを分散することが重要となる。

・固有のリスクに関する留意点

不動産・インフラ投資に共通する留意点として、以下の項目が挙げられる。

✓　流動性

不動産ファンド、インフラファンドの多くは、契約途中での解約ができず、株式や債券等の伝統資産と異なり、ファンド期間が 10 年前後が多いが 25 年など超長期にわたるものまであり、かつ、一度投資を行うと長期にわたり換金できないことが多いなど、流動性は著しく低い。また、セカンダリー市場で売却を行う場合、相対取引であるため、売却までに相応の時間を要したり、大幅なディスカウント売却を強いられる可能性がある。

✓　キャピタルコールへの対応

一定の投資枠をコミット（約束）し、運用者が投資案件を見つけるたびにキャピタルコール（資金拠出要請）がかかる仕組みとなっていることが一般的であるため、不定期な資金拠出に対応できるよう、資金繰りに留意する必要がある。

✓　個別性

不動産ファンド、インフラファンドのストラクチャー・戦略は、ファンドごとに特性が異なり、更に、ファンドがとる戦略により投資対象物件（事業）の個別性が大きい。

✓ 事業性

不動産、インフラ投資とも資産価値や収益維持のためには、適切な管理運営が不可欠であり、投資家は一定の事業リスクを負担することになる。

✓ 自然災害などの外的リスク

投資対象物件または権利に瑕疵が存在することがあり、また、自然災害等によりその価値が大きく毀損することがあり得る。

✓ 時価の把握

不動産の場合、投資対象物件の時価評価は第三者による鑑定評価によるものであり、評価者の主観によって差異が生じることがあり得る。またインフラ投資の場合も、市場価格が明確にあるわけではなく、将来キャッシュフローを割引率（金利＋リスクプレミアム）で割り引くことで現在価値を求める方法により時価評価が行われることが通常である。

✓ 制度・法令変更リスク

投資対象物件、事業の所在国によっては、想定外の制度・法令の変更が行われ、物件価値、営業収益が大きく毀損することがあり得る。

（オ） バンクローン

・投資手法等

バンクローンとは、広義には銀行貸し出し全般を指すが、投資対象としてバンクローンといった場合には、米国や欧州の投資非適格（BB 格以下）企業向けローンを指す。

バンクローンの特徴としては、優先債務かつ担保付であるため同じ投資非適格企業を対象としたハイ・イールド債券よりもデフォルト時の回収率が比較的高い傾向にあること、基本的に変動金利建てであるため他のインカム系資産との相関が低く、特に金利上昇局面においてもトータルリターンが安定する傾向にあること、などがある。

・固有のリスクに関する留意点

✓ 流動性（換金性・解約条件）

バンクローンを投資対象としたファンドには日次で解約可能であるファンドもあるが、数ヶ月にわたって複数回の分割解約となるファンドもあり、一般に他の債券ファンドよりも換金性に劣ることが多い。また市場自体の流動性も他の主要債券市場対比では低水準であるため、市場全体に対する資金の流出入がローン価格に大きな影響を与えるケースがある。特に公募投信や ETF 等への資金の流出入

が大きく変動する際には注意を要する。

✓　信用リスク

バンクローンは担保付の優先債務ではあるが、発行体は投資非適格企業であり、例えば米国バンクローンでは平均して年率3%程度がデフォルトする。そのため、いかにデフォルトによる損失を避けるか、という信用リスクの管理が重要なポイントとなる。バンクローンへの投資を検討する際には、採用する運用戦略の銘柄選定方法や銘柄分散の度合いなどの信用リスクの管理手法について確認する必要がある。

（カ）　保険投資

・投資手法等

保険投資とは、主に再保険市場において自然災害や人的災害のリスクを引き受けることの対価として収益獲得を目指すものであり、一般的に、損害保険若しくは生命保険のリスクを証券化した保険リンク証券（Insurance Linked Securities）への投資を通じて行われるケースが多い。代表的な投資対象として、大災害の発生に伴う損失リスクを引き受けるCATボンドが挙げられる。

投資対象が自然現象等のリスクであり、株価・金利・為替などといった、経済環境の影響を受けにくいため、伝統資産とのパフォーマンス相関が低く（もしくは無く）、ポートフォリオへの組入れにより分散効果が期待できる。また、主なリターン源泉である再保険料をベースにした安定した高いリターンに着目し、インカム源泉の多様化を図ることが可能となる。

・固有のリスクに関する留意点

✓　支払事由の発生

引き受けた保険に関し支払事由が発生した場合、投資元本の一部もしくは全部が毀損することがあり得る。

✓　カウンターパーティリスク

保険商品のストラクチャーにより、スポンサーとなる保険会社や資金運用のカウンターパーティの信用リスクを負う場合がある。

✓　流動性（換金性）

特に保険会社、再保険会社との相対取引の場合は、流動性が著しく低く、契約途中での解約が困難である。

✓　集中リスク

CAT ボンドへの投資の場合、一般的に投資対象に占める米国の自然災害の割合が大きく、リスクの分散が図りにくい。

（キ）　マルチアセット戦略

・投資手法等

マルチアセット戦略とは、文字通り複数の資産クラスと運用スタイルを組み合わせた運用プロダクト全般を指す。その内容は様々であり、投資対象を伝統資産のみとするか・オルタナティブ資産を含むか、資産配分が静的か・動的か、組入れ各資産の運用はパッシブか・アクティブか、ショートを活用するか・しないか、ジャッジメンタルか・クオンツか、といった複数のポイントがあり、その組み合わせにより多種多様なプロダクトが存在する。一部のマルチアセット戦略はファクター投資の要素を組入れているものもある。

・固有のリスクに関する留意点

✓　透明性

マルチアセット戦略は複数の資産クラスにまたがる運用であり、採用する運用スタイルも多様であることから、単一の伝統資産のロングオンリープロダクトに比べて運用内容がわかりにくい側面がある。特に動的に資産配分を行うファンド、ショートを活用するファンドなどでは、企業年金が求める透明性が確保できるかどうか、検討する必要がある。

✓　個別性

マルチアセット戦略の内容は様々なものがあり、個別性が大きい。また、同戦略をポートフォリオに組み入れる目的も多様である。例えば、企業年金が同戦略に求める投資目的が「機動的な資産配分により下方リスクの抑制に努めることを求める」場合や、「ロングショートを活用したファクター投資により、市場環境に左右されにくい絶対リターンを求める」といった場合に、マルチアセット戦略への投資目的と組み入れるマルチアセット戦略の投資手法が整合的であるかどうか、検討・確認する必要がある。

（ク）　コモディティ投資

・投資手法等

コモディティ投資とは、エネルギー、食料品、貴金属といった、国際市場で取引される一次産品やそれを加工した素材に、商品先物市場等を通じ投資を行い、収益獲得を目指すものである。伝統資産とのパフォーマンス相関は低いが、経済環境の影響は少なからず受ける点には留意する必要がある。

・固有のリスクに関する留意点

✓　為替リスク

商品先物の多くは米ドル建てで取引されていることから、コモディティ価格の

円ベースの収益率は為替相場の影響を大きく受ける。

✓　価格変動性

伝統資産と比較して市場規模が小さく、短期間に巨額の資金が出入りした場合、個別商品の需給から乖離し価格が大きく変動する可能性がある。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、成熟度が高く給付額が掛金額を大幅に上回っており繰越不足金を抱えている。当該不足金を解消するため、流動性が著しく低いが高い運用収益の獲得が期待できるオルタナティブ資産への投資を運用の基本方針に定めた政策アセット・ミクスから大幅に超過して行う予定である。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、成熟度は高いものの財政上の剰余金が相当程度積み上がっている。当該剰余金の一部を活用して、安定的な収益の確保を目的に、運用の基本方針にその位置づけや割合等を明記した上で、流動性が著しく低いオルタナティブ商品への投資を予定している。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、安定的な収益の確保を目的にオルタナティブ資産への投資を検討している。投資に当たっては、当該オルタナティブ資産の流動性や期待リターン、期待リスク、他資産との相関から投資割合を算出し、複数の市場環境の変化を想定したシミュレーションを行い、ポートフォリオ全体のリスクの変化などを確認しながら、資産運用委員会で投資可否を審議する予定である。

（運用受託機関の選任に当たっての留意事項）

■ガイドライン本文

○　オルタナティブ投資に係る運用受託機関の選任に当たっては、以下の事項に留意しなければならない。

ア　当該運用受託機関の組織体制に関する事項

（例）

・組織の概況、意思決定プロセスの流れ

・コンプライアンス（法令及び運用ガイドラインの遵守状況）等の内部統制体制

・監査体制（内部監査、外部監査）

・一般に適正と認められる認証基準等の取得状況

イ　当該運用受託機関の財務状況等に関する事項

（例）

・財務状況の推移

・運用受託実績等の推移

・一般に適正と認められる格付機関等による評価状況

■■趣旨

オルタナティブ投資の範囲は広く、運用受託機関の運用担当者にはオルタナティブ投資に関する幅広い専門知識や経験が必要なため、そのための体制を構築しているか、また、当該運用受託機関がオルタナティブ投資に係る運用サービスを中長期にわたり的確に提供できる組織体制や健全な財務状況にあるのか確認することは重要である。例えば知名度が高い運用受託機関であっても、オルタナティブ投資を的確に実行できる組織体制となっていなければ、企業年金が期待するオルタナティブ投資に係る運用サービスの提供力という観点では不適当と判断される場合も考えられるので、注意しなければならない。

オルタナティブ投資の運用受託機関の中には、業歴が浅いところや経営規模が小さいところもある。また、オルタナティブ投資の対象資産や投資戦略にはリスクの高いものや換金性の乏しいものがある。投資戦略によっては、投資期間が長く、運用者が出資や投資をしている場合（セイムボート）や共同投資が行われている場合もあるので、運用受託機関の財務状況等が長期にわたる運用サービスの提供に耐えうるものとなっているか確認することは非常に重要である。

オルタナティブ投資の運用成果は、客観的かつ長期間のデータを入手することが困難なものもあり、数年間の実績しか利用できないことや、過去の類似商品の運用実績しか利用できないこともある。このような場合、過去の運用実績が優れていたとしても偶然によるものであったり、運用実績の期間が市場回復局面と合致したために、期待以上の成果が出ている可能性もあるので、定量評価のみに依存することなく、運用受託機関の組織体制や

投資プロセス、運用成果の再現性の確度や財務状況等の定性面も併せて確認することが重要である。

■■■ポイント

オルタナティブ投資に係る運用受託機関の選任に際し、具体的に留意すべき事項として、以下のような例が挙げられる。

ア　運用受託機関の組織体制に関する確認事項の例

（ア）組織及び人員の概況、意思決定プロセスの流れ

・運用哲学、投資方針が明確で、実際の運用と整合的か
・運用哲学、投資方針に一貫性があるか。変更されている場合は、その理由が合理か
・運用責任者が十分な経験を有しているか
・運用チームの主要メンバーが退社した場合、当該ファンドの運営を停止もしくは無償で投資の引き上げができるキーマン条項が設定されているか
・組織は運用規模に応じた十分な体制となっているか
・投資に至る意思決定プロセスが構築され、それぞれの責任と権限が明確にされているか。

（イ）コンプライアンス等の内部統制体制

・監督当局への必要な届出等は行われているか
・各種利益相反等に対する管理体制が構築されているか
・インサイダー取引防止に関する社内規定等が整備されているか
・運用会社、運用責任者が関与した訴訟やインサイダー等、レピュテーション上の問題はないか

（ウ）監査体制(内部監査、外部監査)

・NAV（純資産価額）の算出・集計方法が明確に定められているか
・オルタナティブ運用会社やファンドの監査報告書の入手が可能か
・運用受託機関を通じたオルタナティブ投資の場合、当該運用受託機関がオルタナティブ運用会社やファンドの監査報告書を入手し、内容を確認しているか

（エ）一般に適正と認められる認証基準等の取得状況

・受託業務に係る内部統制の保証報告書（※）等を取得している場合はその内容

（※）日本公認会計士協会監査・保証基準委員会保証業務実務指針 3402／アメリカ公認会計士協会監査基準審議会の保証業務基準第 18 号(SSAE18)における AT-C Section 320、AT-C Section 105 及び AT-C Section 205 に準拠した報告書

イ　運用受託機関の財務状況等に関する確認事項の例

（ア）財務状況（純資産額、当期純利益等）の推移

・過去の純資産額、当期純利益等の主要指標の推移を確認し、財務状況が悪化していないか

（イ）運用受託実績等の推移

・運用受託資産急減等、運用受託状況が悪化していないか
・運用受託資産急増等、キャパシティを超えた運用受託状況となっていないか
・過去の運用実績は、運用手法や市況と比較して適切か
・市場のストレス時の運用状況はどうだったか
・今後も、目標に沿ったパフォーマンスが期待できるか

（ウ）一般に適正と認められる格付機関等による評価状況

・格付機関等の第三者機関から評価を受けている場合は、その評価状況を確認（運用受託機関は多くの場合、格付を取得していない）

（エ）その他

・災害やシステム障害等、事業継続性を妨げるリスクに対して、コンティンジェンシープラン（緊急時対応計画）が整備されているか
・パフォーマンスの開示内容、頻度、信頼性等、情報開示は適切に行われているか
・設定・解約条件、手数料体系・水準等
・運用者の出資等（セイムボート出資・投資）の状況
・投資家（顧客）層の確認（個人富裕層向け、機関投資家向け等）

ウ　企業年金がオルタナティブ投資を行う場合の投資形態

また、企業年金がオルタナティブ投資を行う場合、主に以下による投資形態が考えられる。

（ア）　投資一任契約または年金信託契約等の相手を国内の信託銀行や投資顧問等の運用受託機関とし、当該運用受託機関を通じた、オルタナティブ投資を行う運用会社（以下、この項において「オルタナティブ運用会社」という）が組成するファンドへの投資（または運用再委託）

（イ）　企業年金とオルタナティブ運用会社との直接の投資一任契約または年金信託契約等の締結による投資

上記（ア）の場合、当該運用受託機関がオルタナティブ運用会社に対するデューデリジェンス（投資精査）やモニタリング（投資管理）を実施するため、企業年金は、当該デューデリジェンスやモニタリングが適切に行われているか、また適切なプロセスを経て行われているかを確認する必要がある。なお、各オルタナティブ運用会社に対する上記ア及びイの各項目については、当該運用受託機関が実施したデューデリジェンスにおいて確認し評価しているので、企業年金は、その内容について当該運用受託機関に説明を求め、確認した上で、選任すべきである。

一方、（イ）の場合には、企業年金が自らオルタナティブ運用会社に対してデューデリジェンスやモニタリングを実施し、投資の可否を判断しなければならない点には留意する必

要がある。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、過去のパフォーマンスが極めて優れているという理由のみでＢ運用受託機関が提供するヘッジファンドを採用し、主要なファンド・マネージャーの経歴や運用体制、運用手法等のチェックは行わなかった。

※例えば「実は、当該ヘッジファンドの主要なファンド・マネージャーが退社してしまっており、これまでのような運用成果が期待できるとは言い難い状態であった」ということもあり得るため、単に過去のパフォーマンスの優劣のみで判断する上記の事例は不適切と考えられる。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は不動産私募ファンドの運用の導入に当たり、過去の不動産私募ファンドのパフォーマンスが良好であったとの理由のみで、Ｂ運用受託機関を採用した。

※例えば「過去の不動産私募ファンドの運用期間が不動産市況の回復局面に合致しており､かつ高いレバレッジの活用によりパフォーマンスがかさ上げされた」ということもあり得るため、単に過去のパフォーマンスの高さのみで判断する上記の事例は不適切と考えられる。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は海外プライベート・エクイティ投資の導入に当たり、海外のＣ社を運用委託先とするＢ運用受託機関を採用した。実際の運用者であるＣ社は日本の年金資産の運用実績はなかったが、Ｂ運用受託機関のデューデリジェンス（投資精査）／モニタリング（投資管理）体制に問題はなく、Ｃ社の海外の年金資金の運用実績が豊富であることを確認した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）はオルタナティブ投資の新規委託先としてＢ運用受託機関を採用した。Ｂ運用受託機関の運用報酬の水準は解約したＣ運用受託機関と比較して割高であったが、運用報酬は投資案件の探索力やデューデリジェンス（投資精査）の難易度に見合ったものであると判断し、採用を決めた。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、契約締結先であるＢ運用受託機関だけでなく、Ｂ運用受託機関の運用委託先であるＣ社の組織体制及び財政状況等についてもＢ運用受託機関に説明を求め、確認を行った。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、Ｂ運用受託機関とその運用委託先であるＣ社の間に資本関係があることから、Ｂ運用受託機関の運用委託先選定に係るプロセスや法令遵守等の内部統制体制等について、利益相反の観点からチェックを行った。

（運用戦略内容等の確認）

■ガイドライン本文

○　オルタナティブ投資に係る運用受託機関が用いる運用戦略については、以下の事項を参考にしつつ、運用受託機関に対し、当該運用戦略の内容等についての説明を求め、その内容を確認しなければならない。

（共通事項）

ア　当該運用戦略のリターンの源泉

イ　当該運用戦略のリスク

ウ　当該運用戦略の時価の算出の根拠、報告の方法

エ　当該運用戦略に関し情報開示を求めた場合の態勢

オ　当該運用戦略に係る運用報酬等の運用コスト

（個別運用戦略）

ア　外国籍私募投資信託等、海外のファンドを用いた投資を行う場合

・ファンド監査の有無

・当該運用受託機関と資産管理機関及び事務処理機関との役員の兼職等の人的関係や資本関係

イ　先物取引、オプション等のデリバティブ（金融派生商品）を用いた投資を行う場合

・レバレッジ（先物取引、オプション等を利用し、少額の投資でより多くのリターンを目指す運用手法）によるリスク

ウ　証券化の手法を用いた戦略に投資を行う場合

・当該戦略の仕組み（原資産の特性を含む）とそれに内在するリスク

エ　異なる複数のヘッジファンド（様々な投資手法を用いてリスクを抑えつつ、絶対的収益を目指す運用手法を採用するファンド）に投資する運用戦略（ファンド・オブ・ヘッジファンズ）に投資を行う場合

・それぞれの運用戦略の相関関係

オ　未公開株式や不動産等に投資する場合

・換金条件等の流動性に関する事項

■■趣旨

オルタナティブ投資は、個々の運用受託機関の付加価値を生み出す能力の違いにより、パフォーマンスが大きく左右されるため、オルタナティブ資産のファンドの選定は伝統的資産以上に重要である。企業年金がオルタナティブ投資に係る運用受託機関を選定する際は、当該運用受託機関が対象とするファンドの特徴を把握しているか、また、十分な注意を持ってファンドの運用方針や実績を確認しているかチェックする必要がある。例えば、主要運用者の経歴や運用体制、運用手法等の運用面のデューデリジェンス（インベストメント・デューデリジェンス。以下 IDD という）は欠かせない。

また、オルタナティブ投資は、伝統的資産の運用商品と比べて、運用体制、投資スキーム、情報開示等の透明性が劣る場合が多く、商品選定時には、それらを事前に確認する必要がある。この確認作業をオペレーショナル・デューデリジェンス（以下、ODD という）と言う。ヘッジファンドの破綻原因の多くは、過度なレバレッジ（借入れにより保有資産以上の資産を持つこと）や集中ポジションによる運用上の損失によるものや、オペレーショナル・リスク（不適切なサービスプロバイダー（アドミニストレーターやプライム・ブローカー等）の使用、脆弱なコンプライアンス体制、法令違反、詐欺行為等）によるものである。その意味で、IDD と併せて、当該運用受託機関が ODD についても行っているか、またそのために必要な体制があるか確認することが重要である。

年金資金の運用は、受託者責任や投資プロセスの透明性、説明責任を強く求められる。特にオルタナティブ投資の実行に当たっては十分にその特徴やリスクについて、伝統的資産の運用以上の考慮が求められる。オルタナティブ投資の導入に当たっては、運用受託機関に対し、当該戦略の内容等についての説明を求め、その内容を十分理解しておく必要がある。

■■■ポイント

※注：主要な投資対象・投資手法の特性・リスクについては、44～51 ページの「ポイント」エ（ア）～（ク）を合わせて参照すること。

ア　共通事項

オルタナティブ投資のリターン源泉とリスクは多様かつ複雑であり、確認すべき内容が伝統的資産に比べて多い。リターン源泉は、投資資産に内在するものと運用戦略に起因するものがあり、過去のパフォーマンスが類似する戦略であっても、リターン源泉が大きく異なる場合もある。このため、リターンの源泉は何か、今後もリターンの獲得が期待できるものなのかを確認することは重要である。

また、オルタナティブ投資の中には、流動性が低いもの、評価時価が困難なものや時間がかかるもの、十分な情報開示がされないもの、レバレッジ（借入れにより保有資産以上の資産を持つこと）がかかったものなど伝統的資産にない特徴やリスクがある。

レバレッジを用いると、「てこの原理」のように自分が持っている資金の何倍もの取引を行うことができることから、オルタナティブ投資の中には、高いリターンを得るためにレバレッジ比率を高めているファンドがある。レバレッジ比率が高いと、運用がうまくいかなかった場合のマイナス幅も大きくなる。また、リーマン・ショック直後には、不動産やインフラ投資において、借入金の借り換えがうまくいかず、保有資産を売却しなければならない事例が発生した。レバレッジの活用により期待リターンを高めることができる一方で、その分リスクが増大することになるので、その点には十分注意が必要である。

また、オルタナティブ投資の中には、利益相反が問題となる場合がある。利益相反とは、忠実義務を負う運用者などが自己や第三者の利益を図って、企業年金の利益を損な

うことを言うが、企業年金はファンドの運用者などがファンドの利益と相反する立場に身を置いていないか運用受託機関に確認する必要がある。もし、そうした恐れがある場合には、利益相反行為を回避するための具体的な対応策について説明を求める必要がある。例えば、ヘッジファンドの場合、流動性の低い資産や複雑な投資商品に投資することがあるが、こうした時価評価の困難な資産では、ファンドの運用者が報酬を過大に収受することを企図して、実際よりも時価評価額を過大に計上し、そのまま使用するケースが想定される。この場合は、その評価額の客観的な妥当性をどのように確保しているか運用受託機関に確認する必要がある。また、運用受託機関が自らが時価評価を行っている場合は、時価の評価基準について確認を行い客観性が確保されているか確認する必要がある。

オルタナティブ投資は、投資対象の発掘や管理に伴う負担や運用の複雑性を要因として、伝統的資産に比べて運用報酬等の運用コストが高い傾向がある。成功報酬が設定されているケースや、投資家との利害一致を目的としたセイムボート出資・投資や共同投資が行われているケースもある。企業年金は、報酬体系を確認した上で納得できるものなのかを検討する必要があるほか、オルタナティブ商品を選択する際の定量評価では、パフォーマンスだけに着目するのではなく、コスト控除後のパフォーマンスで比較することが肝要である。

イ　個別運用戦略

（ア）　外国籍私募投資信託等、海外のファンドを用いた投資を行う場合

海外のファンドでは、ファンド監査が実施されているものや、資産管理機関や事務処理機関が選任されているものがある。運用の透明性や堅確性の確保のため、これらの有無を確認することが求められる。特に、当該運用受託機関と資産管理機関、事務処理機関、監査法人との間の役員の兼職等の人的関係や資本関係を確認し、全て独立しているかを確認することは重要である。

（イ）　先物取引、オプション等のデリバティブを用いた投資を行う場合

先物取引、オプション等を利用することでより多くのリターンが期待できる反面、リスクも高まることから、レバレッジによるリスクを確認する必要がある。原資産の変動がファンドのリターンにどのような影響を与えるか、シミュレーション等により確認することが望ましい。

（ウ）　証券化の手法を用いた戦略に投資を行う場合

証券化の手法は様々であり、運用対象となる商品が原資産のリスク・リターン特性に近いものと、レバレッジの活用やキャッシュフローの分解等により原資産と異なるリスク・リターン特性になっているものがある。原資産のリスクとともに、証券化の仕組み

や内在するリスクを確認することが重要である。

（エ）　ファンド・オブ・ヘッジファンズに投資を行う場合

ファンド・オブ・ヘッジファンズは様々な運用戦略のヘッジファンドに分散投資することで、リスク抑制と絶対収益を目指す運用手法である。ヘッジファンドの市場規模が大きくなるに従い、伝統的資産との相関が高まり、意図した分散投資効果が期待できなくなる場合がある。どの程度リスク分散が図られるか確認するためにも、各ヘッジファンド間の相関性について、運用受託機関に説明を求めることは重要である。

（オ）　未公開株式や不動産等に投資する場合

未公開株式や不動産等を投資資産としたプライベートエクイティファンドや不動産私募ファンドは流動性が低いものが多い。オープンエンド型のファンドとすることで流動性を高めている商品もあるが、解約停止期間や払戻し上限が設定されているケースもあり、解約条件を十分確認することが重要となる。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、過去のパフォーマンスが優れているという理由のみでＢ運用受託機関が提供するプライベートエクイティファンドを採用したが、リターンの源泉やリスクについてのチェックは行わなかった。

※例えば「プライベートエクイティファンドの運用責任者の経験や人脈に基づくスキルがリターンの源泉であり、運用責任者の退社等によるキーマン・リスクが極めて高い商品であった」ということもあり得るため、単に過去のパフォーマンスの優劣のみで判断するような上記の事例は不適切と考えられる。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は過去のパフォーマンスが優れているという理由のみでＢ運用受託機関が提供するヘッジファンドを採用したが、ファンド監査の有無や運用受託機関と資産管理機関及び事務処理機関との人的関係や資本関係を確認しなかった。

※例えば「運用受託機関と資産管理機関及び事務処理機関が同一グループに属しており、牽制機能が働かない状況で運用受託機関による時価算出が行われていた結果、実態より高いパフォーマンスが報告されていた」ということもあり得るため、単に過去のパフォーマンスの高さのみで判断するような上記の事例は不適切と考えられる。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）は安定したインカムリターンのみに着目して、Ｂ運用受託機関が提供する保険商品を採用したが、どのような時に投資元本の毀損が発生するかとい

ったリスクの確認を十分に行わなかった。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）はインフラ投資の導入に当たり、投資期間中の換金が困難であることを確認した。企業年金の成熟度は低い状況にあり、オルタナティブ投資の導入目的である中長期の安定したインカムリターン獲得に資すると判断し、当該ファンドの採用を決定した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関が提供する海外のヘッジファンドを採用した。当該ファンドの運用報酬や管理コストは比較検討した他のヘッジファンドより高かったが、リスク調整後リターンの高さや換金性の高さに見合ったものであると判断し、採用を決めた。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、採用検討中の不動産私募ファンド（期限付き）がレバレッジを活用したものであったため、運用受託機関に対し、将来の不動産売却価格の変動が最終リターンにどのような影響を与えるか確認するための資料提出を依頼した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、プライベート・デット商品の検討に当たり、元本回収の原資となる裏付け資産に対するレバレッジの高さや債務不履行発生時の資金回収体制を確認するとともに、運用受託機関に対し、裏付け資産の市場見通しに関する資料提出を依頼した。

（策定の手続、見直し）

■ガイドライン本文

（策定の手続）

○　運用の基本方針は、基金においては理事会等基金内部での意思決定手続に従って策定されなければならない。また、事業主が運用の基本方針を策定する際は、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って策定することが望ましい。

○　運用の基本方針を作成・変更する際は、加入者の意見を聴かなければならない。（令第 45 条・規則第 84 条の２参照）。

（見直し）

○　運用の基本方針は、中長期的な観点から策定されるべきであるが、確定給付企業年金の状況や環境の変化に応じ、その前提条件との整合性を確認し、定期的に見直しをしなければならない。

■■趣旨

運用の基本方針は、企業年金が資産運用を行うに当たって遵守すべき事項等を定めたものである。そのため、策定に当たっては、その内容につき資産運用委員会に諮るなど、適正な手続きを経て意思決定されることが必要である。

また、運用の基本方針を作成・変更する際は、確定給付企業年金法施行規則（第 84 条の２）で定められた方法により、加入者の意見を聴く必要がある。

運用の基本方針は、中長期的な観点から策定されるべきものであるが、策定後一定期間が経てば、経済環境等の変化により各資産のリスク・リターン特性が変化したり、企業年金の成熟度が高まったりするため、運用の基本方針は策定時の前提条件について、定期的に確認、見直しをしなければならない。

また、オルタナティブ投資を行う場合は、伝統資産にはない固有のリスクが存在することから、予め運用の基本方針にその導入目的、政策アセット・ミクスにおける位置付けとその割合、固有のリスクに関する留意事項を定めておく必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】

第 45 条

３　事業主及び基金は、基本方針を作成しようとするときは、厚生労働省令で定めるところにより、加入者の意見を聴かなければならない。

５　前三項の規定は、基本方針の変更について準用する。

【確定給付企業年金法施行規則】

第 84 条の２　令第 45 条第 3 項（同条第 5 項において準用する場合を含む。）の規定に

より加入者の意見を聴く場合には、次のいずれかの方法により行うものとする。
一　規約で定めるところにより加入者の代表者を選任し、必要に応じて当該代表者が参画する委員会を設置して次に掲げる措置を講ずる方法
イ　基本方針を作成又は変更する際に、当該代表者に意見を述べる機会を与えること。
ロ　年一回以上、基本方針に関して、当該代表者に意見を述べる機会を与えること。
ハ　当該代表者からの求めがあった場合に、毎事業年度の積立金の資産の額その他積立金の運用の実績を当該代表者に開示すること。
二　基金型企業年金にあっては、次に掲げる措置を講ずる方法
イ　基本方針を作成又は変更する際に、規約で定めるところにより加入者に意見の提出の機会を与えること。
ロ　基本方針を作成又は変更する際に、代議員会の議決を経ること。
ハ　代議員からの求めがあった場合に、毎事業年度の積立金の資産の額その他積立金の運用の実績を当該代議員に開示すること。
三　次に掲げる確定給付企業年金以外の確定給付企業年金にあっては、第 87 条の規定に基づき周知される基本方針に関して意見を聴く方法
イ　第 29 条第 3 号の積立金の運用利回りの実績に基づき令第 24 条第 1 項第 3 号の再評価若しくは同条第 3 項の改定を行う確定給付企業年金（第 29 条第 4 号又は第 5 号において同条第 3 号の積立金の運用利回りの実績を用いるものを含み、国債、保険業法施行規則第 75 条の 2 第 1 項第 1 号に規定する一般勘定を設ける保険契約に係る資産その他これらに準ずる資産のみで資産を構成し、資産の構成割合をあらかじめ規約で定めるもの及び受託保証型確定給付企業年金を除く。）
ロ　リスク分担型企業年金
２　前項第 1 号の加入者の代表者は、規約で定めるところにより、専門的知識及び経験を有する代理人に同号イ及びロの意見を述べさせることができる。
３　第 1 項第 3 号イ又はロに掲げる確定給付企業年金を実施する事業主又は基金は、基本方針の作成又は変更に当たって、第 1 項第 1 号イ若しくはロ又は第 2 号イの意見を十分に考慮しなければならない。

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
（別紙 1）
運用の基本方針の策定指針
１　運用の目的
（留意事項）
年金資金は、一般的には長期運用を行っていくことが基本である。ただし、規約型企業年金または基金の成熟度や母体企業の状況等に応じて、長期運用との整合性に配慮しながら、中期的な下振れリスクなどに留意することが必要である。

■■■■ポイント

ア「理事会等基金内部での意思決定手続き」

運用の基本方針の策定や見直しに当たっては、理事会等基金内部での意思決定手続きに従うことはもとより、資産運用委員会等で母体企業との十分な協議も必要である。

ただし、母体企業との協議においては、利益相反すなわち忠実義務違反に留意すべき状況が生じうる点に注意しなければならない。

イ　「受給権保護のための意思決定過程の透明化」

規約型企業年金においては事業主が運用の基本方針を策定しなければならないが、その際、企業との利益相反が特に問題となる。策定に当たって、事業主は企業の利益を目的としてではなく、もっぱら加入者等の利益となるよう留意する必要がある。その際、何故、そういう基本方針を策定したか、意思決定の過程を明らかにし、書面で残すことが必要である。そのため、資産運用委員会等で労使合議により意思決定することが望ましい。

ウ　企業年金内部のガバナンス体制の強化

（ア）　運用の基本方針は、理事会等基金内部での意思決定手続に従って策定されなければならないが、それぞれの基金や母体企業の状況に応じて、予め、理事会・代議員会の役割を明確にし、必要に応じて理事会に権限委譲を行うなど、資産運用に係る意思決定の権限と責任の明確化、及び、監督体制の構築を図り、ガバナンス体制を強化することが重要となる。

（イ）　資産運用委員会は年金運用責任者（事業主及び理事長等）を補佐する機関として、運用に係る資産の額が 100 億円以上である確定給付企業年金（※）においては設置が義務化され、それ以外の同年金においても設置が望ましいとされている。資産運用委員会の役割としては、もっぱら加入者等の利益を考慮して、運用の基本方針、運用ガイドラインや政策アセット・ミクスの策定及び見直し、運用受託機関等の評価等について審議し、年金運用責任者に意見を述べる等の役割を担っている。

（※）直近 3 カ年の決算のうち少なくとも 2 カ年において、「積立金（純資産）の額が 100 億円以上であること」又は「責任準備金の額又は最低積立基準額のいずれか低い額が 100 億円以上であること」のいずれかに該当する場合。

（ウ）　資産運用委員会は、基金においては、理事、代議員、母体企業関係者、規約型企業年金においては、同年金の実施事業所の財務または労務に関する業務を担当する役員及び労働組合等の加入者を代表する者で構成されることが考えられるが、企業年金の実状に応じ、外部の専門家等を委員とするなど、メンバー構成を柔軟に選任することができる。企業関係者とのコミュニケーションの強化、資産運用の高度化等に対応するため、資産運用委員会を活用することが有効である。なお、外部の専門家等として、運用受託機関等の関係者を委員とすることもできるが、資産運用委員会において運用商品の選定、運用受託機関等の評価を行う場合には、運用受託機

関等の関係者が審議に加わることは適当でない。

エ　「中長期的な観点」

運用の基本方針は、基金が主体的な運用を行うに当たっての基本的な枠組みを示すものであるので、例えば当面 1～2 年間の短期的な運用目標を定めるのではなく、中長期の期間を対象として策定することが求められる。

オ　「定期的な見直し」

運用の基本方針の見直しは、その性格上毎年行うものではないが、一つの目安として、少なくとも、再計算により年金財政の見直しが行われるタイミングで検証を行うことが望ましい。また、その他にも経済状況に大きな変化があった場合や企業年金の成熟度や母体企業の状況等に大きな変化があった場合には、検証を行い必要に応じて見直すことが必要である。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、「不動産市況は今が底である」と考える年金運用責任者の個人的判断により、正式な意思決定手続きを経ずに、不動産を 30%組み入れる政策アセット・ミクスを策定しようとした。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、ALM 分析を経て、政策アセット・ミクスを含む運用の基本方針を策定したが、その後 10 年間、見直しが必要かどうかの検討を一切行わなかった。

（ウ）　Ａ社（Ａ基金）では、（母体企業の）リストラにより大幅に加入者が減少する一方、受給者、待期者が増加したにもかかわらず、5 年前に策定した政策アセット・ミクスを見直さず、そのままにしていた。

（エ）　Ａ基金（Ａ社）では、給付設計の見直しや予定利率・給付利率等の引下げを行ったことから、年金債務の構造が大幅に変化して目標収益率が低下していると想定されていたが、目標収益率の水準に関する分析を行わず、安易に従来の目標収益率の高い政策アセット・ミクスを踏襲した。

（オ）　Ａ基金（Ａ社）は、資産運用の安定化を目的としてオルタナティブ資産への投資を行っているが、運用の基本方針に当該投資に係る目的等を特段定めなかった。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、政策アセット・ミクス策定後、毎年、基金（会社）における加入者・受給者の構成、給付状況、財政状況等をチェックしていたが、ほぼ策定時の ALM 分析のとおりに推移していたため、5 年間政策アセット・ミクスの変更を行わなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、資産運用の安定化を目的として新たにオルタナティブ資産への投資を検討している。投資に当たっては資産運用委員会で十分に議論を行った上で意思決定し、運用の基本方針に固有のリスク等を明確に記載した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、運用の基本方針の作成又は変更に当たって、加入者を代表する者を構成員とする資産運用委員会において加入者の意見を聞いた。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、政策アセット・ミクス策定後、毎年、会社（基金）における加入者・受給者の構成、給付状況等をチェックしていたが、これらの要素に大幅な変動があり、政策アセット・ミクス策定時の ALM 分析の前提から大きな乖離が生じてきたため、(再度見直しを行い母体企業からの意見を聴取した上で)、政策アセット・ミクスの変更を行った。

（５）運用の委託

①　運用受託機関の選任・契約締結

（選任の基準）

■ガイドライン本文

（選任の基準）

○　運用受託機関の選任については、運用受託機関の得意とする運用方法を考慮するとともに、運用実績に関する定量評価だけでなく、投資哲学、運用体制等に関する定性評価を加えた総合評価をすることにより行うことが望ましい。

　また、運用受託機関の「責任ある機関投資家の諸原則」（日本版スチュワードシップ・コード）の受け入れやその取り組みの状況、ESG（環境、社会、ガバナンス）に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい。

　なお、資産の管理を行う資産管理運用機関又は基金資産運用機関（以下「資産管理機関」という。）の選任については、資産管理の委託に当たっての留意事項（(7) を参照）も遵守しなければならない。

○　運用受託機関及び資産管理機関の選任にあたっては、その受託する業務（生命保険一般勘定契約又は生命共済一般勘定契約を除く）に係る内部統制の保証報告書（日本公認会計士協会監査・保証実務委員会実務指針第 86 号その他の基準にもとづく報告書をいう）等の保証業務の提供を受けていることを定性評価項目とすることが望ましい。

○　運用受託機関の選任の際に理事等が行う運用受託機関に対するヒアリングは、定性評価の基準の例に掲げる事項について行うものとする。

　また、その場合にあっては、投資判断を行うファンド・マネジャー等に対するヒアリング、及び運用コンサルタントや資産運用委員会等に対するヒアリングを含めることが望ましい。

■■趣旨

運用受託機関の選定に当たっては、企業年金が運用受託機関に対し委託する運用内容（投資対象資産、運用スタイル、ベンチマーク、許容リスク水準等）をできる限り明確にした上で、その内容に適合する運用サービスを提供できる運用受託機関の中から選定を行うことが望ましい。委託する運用内容を明確にすることにより、委託可能な運用受託機関を絞り込むことができるため、比較検討が容易になる。例えば知名度が高い運用受託機関や受託残高の多い運用受託機関であっても、全ての運用サービスが提供できるとは限らないので、定量評価に定性評価を加えることは重要である。

運用受託機関の評価に当たっては、過去の運用実績を過大評価することなく、定性評価を加えた総合評価をすることにより行うことが望ましい。可能であれば、投資判断者であるファンド・マネージャーに対し直接ヒアリングを行うのが望ましいが、ファンド・マネージャーが運用に費やす時間を確保するために、投資判断の背景を含め説明できる担当者を別に置いている場合もあり、そういった者に対するヒアリングでも問題ない。ヒアリングの目的は、どのような投資判断の下にその運用実績となったかを理解し、当該実績の再

現性を判断することである。また、運用コンサルタントの評価を聴取したり、資産運用委員会で議論するなど、できる限り幅広く客観的な意見を取り入れることが望ましい。

資金を委託する運用受託機関及び資産管理機関の内部管理、内部統制の状況もチェックすることも重要である。それには、受託する業務に係る内部統制の保証報告書等の保証業務の提供を受けていることを定性評価項目とするのが一つの方法である。なお、内部統制保証報告書を取得していないことのみを理由に選任の対象から除く必要はないが、その場合には、内部統制保証報告書の代わりに、運用受託機関は企業年金に対し、会社の内部管理、内部統制の状況等について説明を行う必要がある。

また、「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）において、機関投資家には、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るための責任を果たすことが期待されているとされたこと、また、投資先企業の持続的成長を促す視点として、ESG 要素などの非財務面の事項の把握が重視されるようになっていることを踏まえ、運用受託機関における同コードの受け入れやその取り組みの状況、ESG（環境、社会、ガバナンス）に対する考え方も定性評価項目とすることを検討することが望ましい。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
（別紙１）運用の基本方針の策定指針
４　運用に当たっての留意事項
（２）運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、運用受託機関の評価
(規定すべき内容)
①　運用受託機関の選任に当たっての基準や考え方を規定する。
(留意事項)
運用受託機関を選任するに当たっては、運用受託機関に支払う運用報酬等運用に要する費用については、運用スタイルや市場実勢の報酬水準等に照らして合理的に判断するものとする。

■■■■ポイント

企業年金が運用受託機関の選定に当たって、明確にすべき運用内容は、具体的には、運用金額、運用のタイプ（バランス型、特化型等)、運用対象資産、運用スタイル（パッシブ、アクティブ等)、評価基準たるベンチマーク、期待する超過収益率の程度、許容しうるリスクの程度等であり、企業年金は、これらの項目についてできるだけ具体的に設定してから選定作業を行うことが望ましい。また、定量評価のみで選定を行うことは避けるべきである。

平成 24 年に証券取引等監視委員会の検査によりその全貌が明らかになった AIJ 投資顧問事件においては、運用受託機関から示された虚偽の運用実績を過大評価し、その運用実

態について十分な検証を行わず運用受託機関を採用した企業年金が多かったことが、その被害を拡大させたといえる。同じ轍を踏まないようにするためには、運用受託機関に対する十分なデューデリジェンスが必要である。

また、我が国の多くの企業年金は、少なからず日本株式に資産を配分しており、その意味で日本株式市場に多くを依存しているといえる。企業年金は、企業価値の中長期的向上を図るべく、責任ある機関投資家として市場に関わっていくことが期待されている。日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明をしている場合はもちろん、たとえ自らが受け入れ表明手続きをしていない場合であっても、運用受託機関の当該活動を監視し、それが適切に行われるよう促すことは意義あることと考えられる。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、過去のパフォーマンスが優れているという理由のみでＢ運用受託機関を採用し、運用哲学、運用内容や運用体制についてのチェックは行わなかった。

＊予想し得る事例として、「当該Ｂ運用受託機関は特定銘柄への集中投資等きわめて高いリスクをとることによりここ数年高いパフォーマンスを挙げていたが、Ａ基金（Ａ社）の資金受託後これが裏目に出て著しい損失を計上した」「実は、当該運用受託機関では社内のトラブルから主要なファンド・マネージャーが全員退社してしまっており、これまでのような運用成果が期待できるとは到底言い難い状態であった」という事例が考えられる。また最悪のケースとして「（AIJ事件のように、）虚偽の過去運用実績が提示された」等が考えられる。単に過去のパフォーマンスの優劣のみで判断するような上記の事例は不適切と考えられる。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は新規委託先として同意が得やすいと考え、事前に十分な定性評価を実施せず、また基金事務局の判断のみで、業界で名の通ったＢ運用受託機関を採用した。

＊例えば「Ｂ運用受託機関は優れた運用体制等を備えていたが、実は運用受託資産が過大であり超過収益の獲得が難しい状況にある」ということが考えられる。運用コンサルタントや資産運用委員会など、客観的な第三者意見を踏まえて評価するべきである。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）は過去の一定の期間の運用成績が良好であるとの観点で運用受託機関の選定を行っているが、その運用スタイルの分析までは実施していなかった。

（エ）　金融機関の合併・再編にともない、運用委託している投資顧問会社が他社と合併

し、運用方針、ファンド・マネージャー等の変更の可能性があるにもかかわらず、Ａ基金（Ａ社）は十分に今後の運用方針等の変化につきヒアリングせずそのままにしておいた。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は年金の受託実績のない新設の運用受託機関に運用を委託した。当該運用受託機関は、年金資産の運用経験があるファンド・マネージャーを配置しており運用哲学等も明確であり、これら定性面を十分確認していた。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は国内株式の新規委託先としてＢ運用受託機関を採用した。Ｂ運用受託機関の運用委託報酬の水準は解約したＣ運用受託機関と比較して割高であったが、アクティブ・リスクを加味した超過収益が得られている等運用内容に見合ったものであると判断し、採用を決めた。

ウ　忠実義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、運用受託機関の選任に当たり定性・定量評価を一切行わず、（母体企業が）取引関係に基づき選定した運用受託機関のなかから起用した。

（イ）　銀行、生保等金融機関の再編成の影響で関連投資顧問会社の合併が行われた。この結果、Ａ社（Ａ基金）が従来委託していた 2 社の投資顧問が合併することとなり、委託資産額や掛金シェアもウエイトが相当高くなった。Ａ社（Ａ基金）では運用受託機関１社への集中リスクを分散すべきとの観点から、委託資産額、運用資産、運用スタイルの再構築をするべく検討したが、自社（母体企業）の取引関係を優先し、そのままとした。

（定量評価の基準）

■ガイドライン本文

○　定量評価については、時価による収益率及びリスクを基準とし、資産種類ごとに適切な市場ベンチマーク（市場動向の指標）を設定すること、他の同様の運用を行う運用受託機関の収益率及びリスクとの相対比較を行うこと等、一般的に適正と認められる合理的な基準により行うものとする。

定量評価の際に提示を受ける収益率及びリスクは、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）に馴染まない運用商品を除き GIPS に準拠し検証を受けたものなど一定の合理的な方法に基づいて計算され管理されているものであることが望ましい。

また、アクティブ運用においては、例えばインフォメーションレシオ（超過リターンを得るために、どのくらいリスクが取られたかを計測する指標）等の指標にも留意しなければならない。

なお、短期の収益率に著しく問題がある場合等を除き、一定の期間（例えば、3 年以上）の実績（実績がない場合にあっては、バックテスト）を評価することが望ましい。

■■趣旨

収益率は絶対水準ではなく、市場ベンチマークや他の運用受託機関との比較といった相対比較により評価するのが適切である。また、その際には、運用受託機関が取っているリスクも含め評価するべきである。その理由は、例えば、一時的な超過リターンの水準がたとえ高かったとしても、高いアクティブ・リスクを取った上での実績であれば、逆に将来市場ベンチマーク等を大きく下回る可能性も考えられるためである。取ったリスクに見合った超過リターンが得られているか評価するために有効な指標としてインフォメーション・レシオ（超過リターン÷トラッキングエラー）があり、アクティブ運用を評価する場合には、インフォメーション・レシオにも留意する必要がある。なお、当該指標による評価が馴染まない資産についてはこの限りではない。

また、定量評価に用いる収益率及びリスクは、グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)に準拠し検証を受けたものなど、一定の合理的な方法に基づいて計算され管理されているものであることが望ましい。ただし、旗艦ファンドのデータ等、適正な手続きと方法で算定された公正かつ客観性のあるものであれば GIPS に準拠することを要しないが、その場合、運用受託機関は、運用パフォーマンスのデータ算出が前記 GIPS に準拠することを要しない条件に当たることについて、企業年金が理解できるよう説明する必要がある。なお、3 年程度以上の過去実績がない場合は、当該運用を出来る限り再現したと信じられるバックテストの実績を評価に用いることになるが、その際にはバックテストの結果が良くなるような条件が設定されていないかに注意すべきである。

■■■■ポイント

ア　時価による収益率としては、運用受託機関の能力とは無関係に生ずる資金流出入の影響を除去した時間加重収益率が適している。 ただし、GIPS に準拠していない場合、時間加重収益率の計測方法が GIPS 基準と相違する場合があるので、収益率の計算方法の開示を求めることが望ましい。

イ　定量評価は一義的には、適切なベンチマークと当該運用受託機関の時価ベースの収益率を比較（ベンチマーク比較）することによって行う。この際、単にベンチマークを上回った超過リターンの程度のみで優劣を決めるのではなく、当該運用受託機関の運用スタイルやリスクの度合いも勘案して評価を行うことが望ましい。例えば、超過リターンに加え、トラッキングエラーやインフォメーション・レシオ等の指標にも留意する必要がある。また、絶対収益の獲得を目的にしたファンドや市場ベンチマークを意識しない運用戦略に当たっては、その運用内容を吟味した上で、同種の運用を行う競合他社との比較やカスタムベンチマークと比較しつつ評価を行うこととなる。

ウ　他の同様の運用を行う運用受託機関の収益率との比較（ユニバース比較）については、一般的にはコンサルタント等から入手できるが、入手できない場合は業界誌等の情報が参考となる。定量評価を行うに当たっては、出来る限り似通った運用手法同士で比較する必要がある。なお、ユニバース比較を行う場合は、そのユニバースの構築方法を確認しつつ、それが十分でないと判断される場合には、ベンチマーク比較を補完する情報と位置付けた上で評価に用いるべきである。

エ　定量評価に供するパフォーマンス・データの期間は、様々な市場環境下における当該運用受託機関の運用の特徴を把握することが必要なことから、少なくとも過去 3 年程度とすることが望ましい。また、できればデータは月次ベースであることが望ましい。ただし、最終的な選定は定性評価も加えた総合評価で行うので、3 年程度のパフォーマンス・データがないことをのみを理由に選定候補から除く必要はないが、バックテストの実績等その運用受託機関の特徴を把握するためのデータの提出を求めることが望ましい。なお、その際にはバックテストの結果が良くなるような条件が設定されていないか注意が必要である。計量的戦略等では、バックテストの結果が良くなるようパラメータの設定が行われる可能性もあるため、その戦略の信頼性については内容をよく確認した上で判断すべきである。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、各運用受託機関の定量評価の基準として、過去 1 年間の運用実績のみを用いた。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、Ｂ運用受託機関には株式の特化型で、Ｃ運用受託機関にはいわゆるバランス型で委託した。両運用受託機関を評価するに際し、その運用方法の違いを勘案せずに単純に委託資産全体で比較した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）は国内株式の新規委託先としてＢ運用受託機関を採用する際に、Ｂ運用受託機関から提示されたある口座の実績データを鵜呑みにして定量評価を実施したが、当該口座のファンド・マネージャーが、採用予定の運用商品と同じファンド・マネージャーかどうか確認しなかった。

＊例えば「Ｂ運用受託機関ではファンド・マネージャーに対して銘柄選択に関する大きな裁量権が与えており、その結果、運用利回りはファンド・マネージャー間で大きなバラツキがある」ということもあり得るため、上記は不適切な行為であると考えられる。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は運用受託機関数社に対し、米国株式の運用を委託した。そのうちＢ運用受託機関については、他社と異なり、小型株のみを運用対象とした。そのため、Ｂ運用受託機関については、他社との収益率の相対比較は行わず、小型株のインデックスとの比較だけで評価することとした。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、オルタナティブ資産への投資を開始するに当たり、適当な市場ベンチマークがなかったことから、コンサルタントの助言を参考に、独自の定量評価基準を設定した。

（定性評価の基準）

■ガイドライン本文

○　定性評価については、運用についての基本的考え方、運用責任者及び運用担当者の体制及び能力、調査分析等運用支援の体制、運用状況の報告その他の情報提供内容などを総合的に考慮して行うものとする。

具体的な定性評価項目として以下のような例が考えられる。

（例）

ア　投資方針

・内容の明確性、合理性、一貫性など

・日本版スチュワードシップ・コードの受入表明を行っている運用受託機関については、その取組方針

イ　組織及び人材

・意思決定の流れや責任の所在の明確性

・十分な専門性・経験を有する人材の配置

・人材の定着度と運用の継続性・再現性の確保

ウ　運用プロセス

・投資方針との整合性

・運用の再現性

・リターンの追求方法の合理性・有効性

・リスク管理指標の合理性・有効性

エ　事務処理体制

・売買、決済等の事務処理の効率性及び正確性

・運用実績の報告の迅速性、正確性、透明性

オ　リスク管理体制

・実効性及び適切性など

カ　コンプライアンス

・法令や運用ガイドライン遵守体制の整備状況

・過去における法令違反の有無

・事故発生時における対応体制

・監査の状況（内部監査、外部監査）

■■趣旨

過去のパフォーマンスが、当該運用受託機関の将来のパフォーマンスを約束するものではないことから、運用受託機関の選定に当たっては、定量評価だけでなく定性評価を加えた総合評価に基づき選定することが重要である。定性評価ではガイドライン記載の各項目の内容をもとに確認し評価するとともに、各項目に沿って実際に運用が実行されていたのか、また運用の再現性、すなわち将来同じような市場環境に遭遇した場合、過去と同様の

運用成果が期待できるのか、さらに、資産を委託するに当たって信頼するに値する組織体制を有しているか、などの観点から評価を行うことが大切である。

■■■■ポイント

ア　企業年金の定性評価を実効性のあるものにするため、ガイドラインにおいて具体的な項目や判断基準が示されている。運用プロセスを例に挙げると「投資方針との整合性、運用の再現性、リターンの追求方法の合理性・有効性」と記述されているが、その投資方針によって、今後も超過収益の獲得が期待できることが合理的かつ明確に説明されているか確認することは重要である。また、投資方針、組織及び人材、運用プロセスといった投資判断にかかる項目だけでなく、事務処理体制、リスク管理体制、コンプライアンスといった組織の信頼性を測る項目も評価するべきである。

イ　近年は、運用手法の高度化・専門化や業務運営の効率化の要請等を背景に、運用受託機関が自ら運用するのではなく、再委託先が運用する運用商品を提供する場合もある。企業年金は、提供する運用受託機関に対して再委託先に関する定性面・定量面の状況とそれに対する評価について説明を求め、再委託先選任の妥当性について確認する必要がある。また、再委託先の運用商品を提供する運用受託機関については、業務の継続に十分な人材や財務体質を有しているか確認するとともに、運用受託機関による再委託先に関する運用結果報告の内容が正確かつわかりやすいものとなっているかなど、いわゆるゲートキーパー業務の質にも留意する必要がある。

ウ　「総合的に考慮する」とは、ある一面のみで判断をすべきでないこととともに、それぞれの項目をバラバラに見るのではなく、相互の関連性・整合性に注意して判断すべきであることを意味する。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では「ファンド・マネージャーの経験や能力が重要である」との観点に立ち、これのみを基準に定性評価を行い、運用体制等については評価の対象としなかった。

＊例えば「選定されたＢ運用受託機関のファンド・マネージャーは確かに経験、能力とも期待水準以上であったが、人数が極めて少なく、急増する受託件数に十分対応できない状況であった」ということもあり得るため、上記は不適切な行為であると考えられる。

（イ）　Ａ基金ではＢ運用受託機関を採用したが、事務処理体制、リスク管理体制、コンプ

ライアンスといった項目はチェックしなかった。その後、Ｂ運用受託機関の営業担当者が、事実と異なる不適切な説明を行っていたことが判明した。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金ではＢ運用受託機関の採用を検討しているが、過去の運用実績は安定している一方で、運用プロセスについては「株式先物やオプションを駆使した運用」であるとの簡素な説明しかなく、リターンの再現性に疑問を感じたため、運用プロセスと運用実績の整合性を問うべく、過去の株式市場が乱高下していた特定の月を指定し、プラスのリターンをどのように出したのかを質問してみた。その回答は納得できる内容でなかったため、運用実績データの正確性を確認するべく、ファンド監査や内部統制の保証報告書等の提出を求めた。もし提出がなければ、採用しないつもりでいる。

（イ）　Ｂ基金（Ｂ社）ではＡ運用受託機関にはエコノミストや財務分析のアナリストが他の運用受託機関に比べ少ないが、同社の投資手法は、主として数量分析を用いて投資対象を選定する（いわゆるクオンツ運用）というものであるので、エコノミスト等が少ないということだけをもって体制不十分との判断をしなかった。

（義務の明確化、契約締結の手続）

■ガイドライン本文

（義務の明確化）

○　運用受託機関と契約を締結するに当たっては、各契約の特性を踏まえ、運用受託機関の義務を明確にしておかなければならない。

（契約締結の手続）

○　運用受託機関との契約は、当該運用受託機関の選任の理由を明らかにした上、基金においては、理事会等基金内部での意思決定手続きに従って締結しなければならない。また、事業主が運用受託機関と契約を締結する際は、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って締結することが望ましい。

■■趣旨

ア　現行法上、運用を委託する契約については、その種類（信託契約、保険契約、共済契約、投資一任契約）によって法的性格が異なる。契約の締結に当たっては契約書等で契約内容を確認し、運用受託機関がどのような義務を負っているのかを確認しておくことが必要である。運用受託機関の義務を明確にする方法としては、「…契約書」「…協定書」によるもののほか、運用受託機関に示す運用の基本方針や運用ガイドラインによる方法もある。

イ　受託者責任は、意思決定内容が客観的にみて合理的であることに加え、適正な手続きを経て意思決定がなされることによって全うされる。このため、運用受託機関の選定の理由を明示するとともに、基金においては理事会等基金内部での意思決定手続きに従って決定しなければならない。規約型企業年金においても同様で、選定基準等の客観的な基準を作り、それに基づいた意思決定が行われたことを書面として残すことが望ましい。

ウ　運用受託機関の優越的地位を利用した行為、また自社もしくは親会社の利益を優先する行為は、忠実義務違反である。適切な評価プロセスを経た上で、運用受託機関の義務を明確化することで、企業年金の受益者の利益を守ることが企業年金関係者の使命である。

■■■■ポイント

ア　各契約の特性とは、例えば次のような点である。

・保険契約か信託契約等か
・単独運用か合同運用を行っているか
・運用契約だけか資産管理も併せて行っているか
・再委託や助言を受けて運用するのかどうか

イ　基金では、受託候補会社に関する定性・定量評価情報、ヒアリングを行った場合の面談調査の記録、資産運用委員会での意見やコンサルタント会社の評価等の資料を用意し、これをもとに理事会等の意思決定機関に運用受託機関の選定を諮ることになる。さらに理事会等で選定の決定を行う際には、これら資料に照らし、選定事由が明確になっていることが必要である。なお、選考資料や選定事由に関する記録は選定が相当の注意をもって行われたことを証するものとして、保存しておかなければならない。

規約型企業年金においても基金型に倣い、しっかりとした選定基準等を設け、選定時の記録については書面にて残しておくことが望ましい。

ウ　企業年金関係者は、運用委託開始や委託資産額の増額に当たって、事業主または基金型事業主の取引関係等は全く理由にならないことを肝に銘じるべきである。この共通認識の下、運用受託機関及び企業年金双方で前向きな関係を結んでいくことが肝要である。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事長は、理事会等を招集する時間があるにもかかわらず招集せず、基金内部での意思決定手続きを踏まずに、運用受託機関を選定し契約を締結しようとした。

イ　忠実義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では運用受託機関選定を議題として理事会を招集したが、運用受託機関についての定性・定量評価情報等の資料は特になく、母体企業からの強い推薦のみを理由に理事会において当該運用受託機関への委託を決定した。

（イ）　Ａ社の事業主は、運用受託機関選定に際し、運用受託機関についての定性・定量評価を行うことなく、自社の取引関係を理由に当該運用受託機関への委託を決定した。

ウ　注意義務の観点から不適切と考えられない事例

（ア）　Ａ基金では、複数の運用受託機関にパッシブ運用を委託していたが、効率性の観点から総幹事であるＢ信託銀行に集約することとした。決定に当たって、手数料やパッシブ運用としての運用能力が他社に劣っていないこと、また、委託金額を増やすことで運用報酬の低減が図られること、Ｂ信託銀行の組織体制や信用リスク等に問題が認められないことなどを確認した上で、理事会等基金内部での意思決定手続きに従って意思決定した。

②　運用受託機関の管理

（運用ガイドラインの提示）

■ガイドライン本文

（運用ガイドラインの提示）

○　年金運用責任者は、運用の基本方針を踏まえ、文書等による運用ガイドライン（規則第 83 条第 4 項に規定する運用指針をいう。以下同じ。）により、各運用受託機関に対し、資産構成に関する事項、運用手法（運用スタイル）に関する事項、運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項、運用受託機関の評価に関する事項、運用業務に関し遵守すべき事項、その他運用業務に関し必要な事項を示さなければならない（令第 45 条及び規則第 83 条参照）。

（注）生命保険一般勘定契約又は生命共済一般勘定契約については、運用ガイドラインを提示する必要はない。

■■趣旨

ア　運用ガイドライン（運用指針）は、企業年金が運用受託機関に対して提示する具体的な委託内容や運用上で遵守すべき事項等をまとめたものであり、運用の基本方針と整合的な内容でなければならない。

イ　企業年金は、運用受託機関に提示した運用ガイドラインに即した運用がなされているかを継続的にモニタリングする必要があるほか、その策定に当たっては、運用受託機関と十分に協議した上で定める必要がある。

ウ　企業年金は、関係法令で運用ガイドラインに以下の項目について記載し、運用受託機関に対して示さなければならない旨、規定されている。

① 資産構成に関する事項
② 運用手法に関する事項
③ 運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項
④ 運用受託機関の評価に関する事項
⑤ 運用業務に関し遵守すべき事項
⑥ その他運用業務に関し必要な事項

エ　企業年金と運用受託機関双方が確認した意思を明確にするため、「文書による提示」を義務づけている。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】
第 45 条
６　事業主及び基金は、法第 65 条第 1 項及び第 2 項並びに法第 66 条第 1 項に規定する方法（法第 65 条第 1 項第 1 号の規定による信託の契約であって、第 38 条第 1 項第 2 号に該当するもの及び生命保険又は生命共済の契約であって、当該契約の全部において保険業法（平成 7 年法律第 105 号）第 116 条第 1 項又は農業協同組合法（昭和 22 年法律第 132 号）第 11 条の 32 に規定する責任準備金の計算の基礎となる予定利率が定められたものを除く。）により運用する場合においては、当該運用に関する契約の相手方に対して、協議に基づき基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生労働省令で定めるところにより、示さなければならない。

【確定給付企業年金法施行規則】
第 83 条
４　事業主等（第 82 条の要件に該当する規約型企業年金の事業主を除く。）は、令第 45 条第 6 項の規定により運用受託機関に対して第 1 項第 2 号及び第 4 号から第 7 号までに掲げる事項のほか、運用手法に関する事項を記載した基本方針と整合的な運用指針を作成し、これを交付しなければならない。

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
第６　積立金の運用に関する事項
２　運用指針について
　令第 45 条第 6 項において、事業主等は、運用受託機関に対して、協義に基づき運用の基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを示さねばならないことが規定されており、その方法としては、規則第 83 条第 4 項において、運用の基本方針と整合的な運用指針（以下「運用指針」という。）を作成し、これを交付しなければならないこととされているが、運用指針に記載すべき具体的な内容は、運用指針の策定指針（別紙 2）のとおりとすること。

（「運用指針の策定指針（別紙２）」は、「Ⅵ 関係法令等 巻末資料」に掲載）

■■■■ポイント

ア　運用ガイドラインを運用受託機関に示すに当たっては、企業年金としての資産運用に関する基本スタンスを決定することが肝要である。

イ　運用ガイドラインの策定に当たっては、委託先の運用受託機関と密な協議が不可欠である。

ウ　企業年金は指示したガイドラインの遵守状況のチェックを行うための体制を整えることが求められる。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では政策アセット・ミクスを策定しており、各運用受託機関に提示する運用ガイドラインは、政策アセット・ミクスを考慮して、各運用受託機関が遵守すべき資産構成割合の基準値及び許容乖離幅を提示した。その後、市場環境の変動により企業年金全体の資産構成割合が、政策アセット・ミクスの基準値と大幅に乖離し、また運用受託機関に提示した許容範囲も超えていたが、運用成績が良かったので、許容範囲を超えていることを容認した。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、Ｂ運用受託機関に外貨建有価証券の運用のみを委託していたため、国内債券・株式に係る事項については、運用ガイドラインを示さなかった。

■ガイドライン本文

○　日本版スチュワードシップ･コードを受け入れている運用受託機関に次の取組みを求めることが望ましい。
・利益相反についての明確な方針の策定と公表
・投資先企業の状況の的確な把握と、その状況の公表
・投資先企業との間で、建設的な対話を通じ事業環境についての認識を共有するとともに、認識した課題について改善に向けた取り組みを促すこと
・議決権の行使の方針の提示と行使結果の公表
・目的を持った対話の状況や議決権行使状況についての報告

■■趣旨

スチュワードシップ活動における企業年金の役割と意義を考えるに当たっては、企業年金の基本的役割は、「高齢期における所得の確保に係る自主的な努力」の支援（確定給付企業年金法第 1 条）であるという基本を押さえることが重要である。

その上で、日本版スチュワードシップ･コードにおいて、スチュワードシップ責任とは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」（コード前文 5）である。

年金の運用は、一般的に資金規模が大きく、長期の運用であるという点が大きな特徴としてあげられる。その意味で、企業年金が運用受託機関のスチュワードシップ活動を適切にモニタリングし、中長期的な投資リターンの拡大を図ることにより、投資先企業の企業価値向上や持続的成長の実現を通じ中長期的な投資リターンを拡大して高齢期の所得を確保することは、企業年金の基本的役割となじみ、受益者の期待にも沿うものであると考えられる。

■■■■ポイント

ア　日本版スチュワード シップ・コードとは

（ア）　「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫は、機関投資家が、顧客･受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任」を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものとして、平成 26 年 2 月 26 日に策定された。その後、2017 年、2020 年、2025 年と 3 回の改訂が行われ、アセットオーナーによる運用受託機関のスチュワードシップ活動の実効的なモニタリング、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどの機関投資家向けサービス提

供者への適用、実質株主の透明性向上と協働エンゲージメント等について見直しが行われた。

＊「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫については 293～294 ページ参照。

（イ）　日本版スチュワードシップ・コードにおいては、「資産運用者としての機関投資家」である運用会社には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待され、「資産保有者としての機関投資家」（以下、「アセットオーナー」という。）である年金基金等には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されている。

イ　受託者責任とスチュワードシップ責任との関係

（ア）　受託者責任とスチュワードシップ責任との関係については、さまざまな議論があるが、一般には受託者責任は法律上の義務として企業年金関係者に共通して求められる責任である。他方、スチュワードシップ責任は投資先企業と目的を持った対話（エンゲージメント）を行うことにより、その企業価値の向上や持続的成長を促すための、インベストメント・チェーンにおける資産保有者としての責任であり、株式市場の底上げに寄与することを通じ加入者等の中長期的な投資リターンの拡大に資することが期待されるものである。

（イ）　このような受託者責任とスチュワードシップ責任との関係をみれば、中長期の投資リターンを拡大し、加入者等の高齢期の所得を確保していくという観点において、スチュワードシップ活動を行うことは、受託者責任に反するというものではなく、むしろ目的を持った対話（エンゲージメント）などを通じて企業価値の向上や持続的成長を促すことにより受託者責任を更によく果たしていくことに寄与すると考えられる。

ウ　企業年金として行うべき具体的な対応

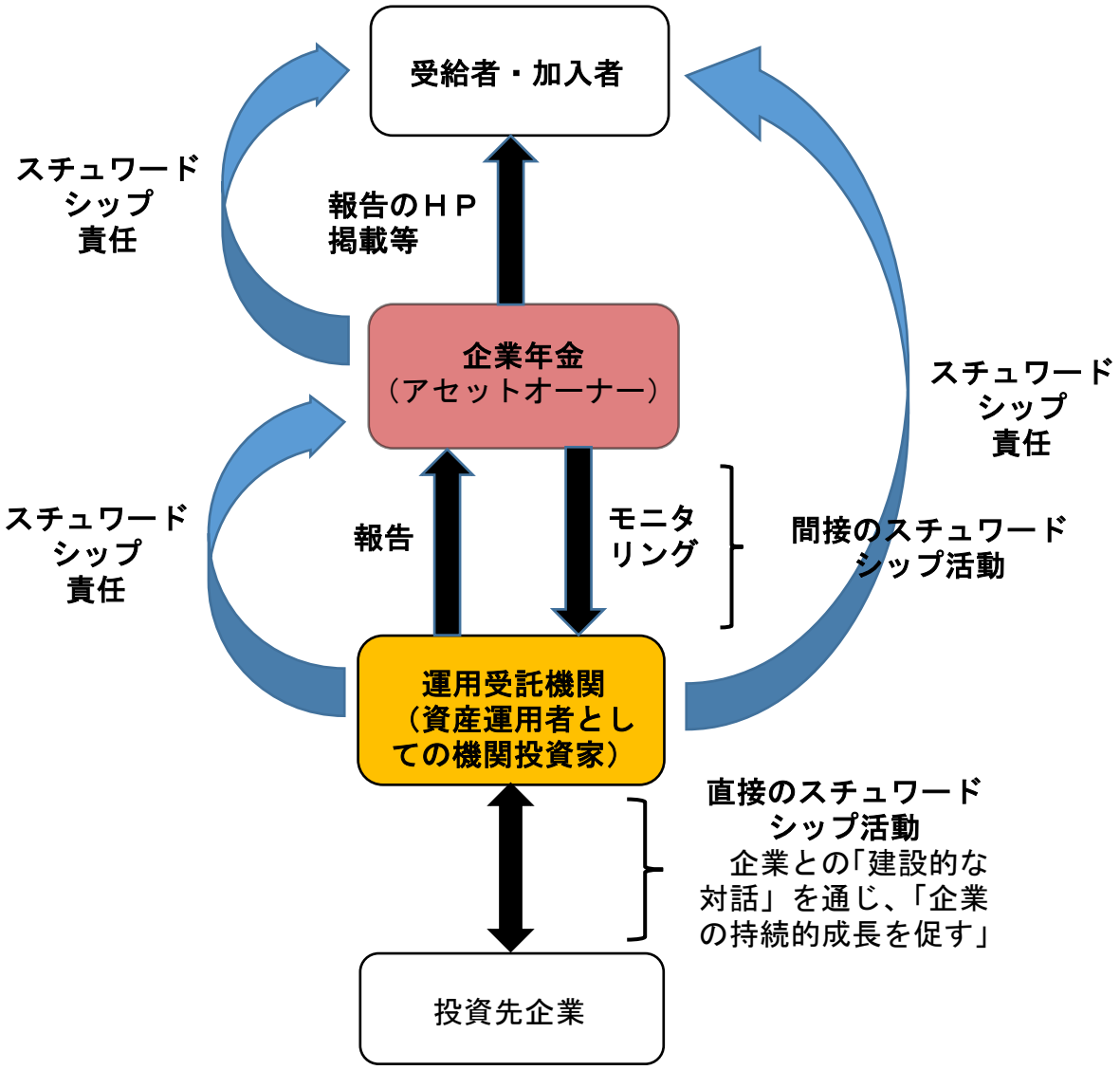
（ア）　企業年金の株式運用は委託運用が中心である。このため、企業年金として行うべきスチュワードシップ活動について委託運用の場合の基本的な対応を示すと、

① 運用受託機関に対し、日本版スチュワードシップ・コードの各原則についてスチュワードシップ活動を行うよう求めること、

② 運用受託機関に対し適切なモニタリングを行い、その結果などを踏まえ、運用受託機関や運用ファンドの入替えを実施すること

となると考えられる。

（企業年金におけるスチュワードシップ活動における役割の概念図）



（イ）　委託運用において運用受託機関の行動を通じて行われるスチュワードシップ活動としては、以下に示す対応例が考えられる。ただし、これらはあくまでも対応「例」であり、全て実施しなければならないものではない。

（ウ）　また、スチュワードシップ活動に向けられる自らのリソースに応じて、以下の対応例にとどまらず、さらなる取組みを進めていくことも考えられる。

（エ）　なお、上記の取組みを実施するに当たり「企業年金スチュワードシップ推進協議会」に加入して、協働モニタリングに参加することも考えられる。

＊「運用受託機関のスチュワードシップ活動についての当該運用受託機関とのミーティング時のチェック項目や質問項目の例」は 295～299 ページを参照。

＜委託運用の例＞

原　　則	考えられる対応例
（原則 1）機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	・委託した運用受託機関が、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れ、当該コードの諸原則に則り、投資先企業の企業価値の向上に寄与し、中長期的な投資リターンの拡大を図ることを求める。 ・委託した運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し公表することを求める。 ・委託した運用受託機関の日本版スチュワードシップ・コードの各原則への取り組み状況を定性評価の一要素とする。 ・委託した運用受託機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を検討し、委託した運用受託機関に示す。 ・運用の基本方針や運用ガイドラインにスチュワードシップ責任に関する事項を規定する。 ・上記の各取組みについて公表する。
（原則 2）機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	・株式の運用を委託している運用受託機関に対し利益相反について明確な方針を策定し公表することを求める。
（原則 3）機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	・委託した運用受託機関が、投資先企業の持続的成長に向けて当該企業の状況を的確に把握することを求める。 ・委託した運用受託機関の投資先企業の内容の把握の状況について報告を求める。

（原則 4）機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	・委託した運用受託機関が、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることを求める。
（原則 5）機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	・委託した運用受託機関が、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を示すとともに、議決権行使の結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表するよう求める（さらに、企業年金自らも公表を行う）。 ・委託した運用受託機関に対して議決権行使に関して求める事項や原則を検討し、委託した運用受託機関に示す。 ・運用の基本方針や運用ガイドラインに議決権行使に関する事項を規定する。
（原則 6）機関投資家は、議決権行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	・委託した運用受託機関に対し、定期的に（例えば年 1 回、四半期報告時など）、「目的を持った対話（エンゲージメント）」の状況、議決権行使の状況等について報告を求める（モニタリングを行う）。 ・委託した運用受託機関のスチュワードシップ活動の状況（議決権行使の結果を含む。）について、代議員会等への報告、加入者等に周知する業務概況への記載、ホームページ掲載を行う。
（原則 7）機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	・委託した運用受託機関に、投資先企業との対話やスチュワードシップ活動を実行するための実力と体制を備えるよう求める。 ・研修の受講等を通じ、委託先を管理・評価する実力の向上に努めるとともに、継続的にスチュワードシップ活動に関する情報収集に努める。 ・委託した運用受託機関に、スチュワードシップ・コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表するよう求める。
（原則 8）機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。	（企業年金は該当せず）

（資料）企業年金連合会 スチュワードシップ検討会「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」を一部修正。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、運用を委託しているＢ運用受託機関が母体企業のＡ社の取締役選任議案に反対したとの報告を受け、運用についての定性・定量評価を適切に行うこともなく、Ｂ運用受託機関の委託資産額を減らした。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、運用を委託している運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価を行うにあたり、エンゲージメントを行った会社数及び行った回数で評価した。

＊運用受託機関のモニタリングに際しては、運用受託機関と投資先企業との対話の「質」に重点を置くべきであり、単に運用受託機関と投資先企業との面談回数や面談時間等の形式的な点に着目して評価した、上記の事例は不適切と考えられる。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、運用を委託している運用受託機関のスチュワードシップ活動のモニタリングに際し、各運用受託機関がホームページで開示しているスチュワードシップ活動の内容を確認し、足りない項目は運用受託機関の担当者に確認している。また運用受託機関の主催するスチュワードシップ活動に関する報告会に出席し、活動状況を確認した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、運用を委託しているＢ運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価を行うにあたり、エンゲージメント活動の考え方や、エンゲージメント活動の具体的事例（成功した事例、成功しなかった事例及びその理由）をヒアリングした。

（報告の請求）

■ガイドライン本文

（報告の請求）

○　年金運用責任者は、運用受託機関が契約及び運用ガイドラインに沿った運用を行っているかどうかを確認するため、運用受託機関に対し、運用の実態に関する正確かつ必要な情報の報告を求めなければならない。

（注）情報の内容によっては、資産管理機関に対し報告を求めることが適当な場合がある。

■■趣旨

運用結果を評価するに当たっては、結果として収益率の数字の高低のみにとらわれるのではなく、当該運用受託機関が自らの運用哲学、運用手法・スタイル、契約内容や運用ガイドラインに沿った運用を行っているかどうか確認する必要がある。例えば、短期的な市場動向により、収益率が悪いからといってすぐに運用スタイル等を変えていないか、運用ガイドラインで提示した運用スタイル等がポートフォリオに反映されているか、といったことを確認することが考えられる。

そのために、運用受託機関に対し、運用の実態に関する正確かつ必要な情報を求める必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】

（別紙１）運用の基本方針の策定指針

４　運用に当たっての留意事項

（２）運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、運用受託機関の評価

(規定すべき内容)

②　運用業務に関する報告の内容及び方法に関して、運用受託機関にどのような頻度、形式（ミーティングあるいは文書等)、方法で報告を求めるかを定める。

（別紙２）運用指針の策定指針

３　運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項

(規定すべき内容)

運用に関して、各運用受託機関ごとにどのような頻度、形式（ミーティングあるいは文書等)、方法で報告を求めるかを規定する。

■■■■ポイント

報告を求める際には、年金運用責任者は特に次のような点について、明確な報告を求めることが必要である。

What　（運用受託機関に運用を依頼した個々の資産を）
Who　（運用受託機関のポートフォリオ・マネージャー、ファンド・マネージャー等が）
When　（市場環境の変化に際し）
Why　（リターンの極大化とリスクの極小化のために）
Which　（どのような分野に）
How　（どのようなスタイル等の方法で）

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、運用受託機関から定期的に提出される報告書を特にチェックせず、また説明を求めることもしていない。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ｂ運用受託機関との協議の結果、債券のデュレーション調整によって市場ベンチマークを上回るリターンを目指す運用方針をとるよう運用ガイドラインで示した。しかし、Ｂ運用受託機関からの報告は、債券種類の内訳や資産残高、運用利回りに関する情報のみで、デュレーションについては記入されていなかったが、運用成績が好調であったのでそのまま放置した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ｂ運用受託機関から運用結果報告を受ける際、運用利回りの結果の良し悪しのみを批評し、ベンチマークとの比較、超過収益にかかる要因分析、リスク水準、その結果に至る運用受託機関の投資行動などについて十分理解しようと努めなかった。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、策定された運用方針に基づきＢ運用受託機関に割安株への運用を委託した。投資の個別銘柄までのチェックは行わなかったが、ファンド全体として割安株投資が行われているか、PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）などの指標を定期的に確認し、運用スタイルと齟齬がないかチェックしていた。

■ガイドライン本文

○　年金運用責任者は、運用受託機関に対し、少なくとも毎事業年度ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならないが、四半期での報告などより高い頻度で報告を求めることが望ましい。

（注）生命保険一般勘定契約又は生命共済一般勘定契約については、当該契約に係る責任準備金に関する報告で差し支えない。

■■趣旨

年金運用責任者は資産構成割合を把握しなければならないが、本項はそのために必要となる運用受託機関からの報告について定めたものである。

年金資産の運用状況については、常に十分な注意をもって把握しておくことが必要であるが、この場合に資産の評価は時価により行われることが求められている。これは、年金運用責任者が提示した運用方針や運用指針がきちんと実践されているかという運用面での視点に加え、年金財政への影響を適切に把握する上でも資産の実質的価値を前提とすることが必要であるからである。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行規則】

第 84 条

2　事業主等は、当該確定給付企業年金の毎事業年度の末日において、法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産を時価により評価し、その構成割合を確認しなければならない。

■■■■ポイント

ア　四半期での報告を求めるということは、流動的な金融資本市場との関連での最低の単位という意味が込められていると理解すべきである。

イ　年金財政への影響を適切に把握するため、運用に係る資産の時価評価は「毎事業年度の末日」となっているが、流動的な金融資本市場を考慮すれば、少なくとも四半期ごとに途中経過をチェックすることが重要である。また当初の方針等は運用環境の極めて急激な変動が発生した場合には、見直すことが適当なこともあるため、定期的な報告が必要とされている。

ウ　本項は、定期的な運用状況の確認をすることにより、年金資産を適切に管理することを求めるものである。運用受託機関の評価については、「（５）運用の委託①運用受託機関の選任・契約締結（定量評価の基準）」（71～73 ページ）を参照のこと。

■■■■■想定事例

「資産状況の把握」（124～125 ページ）を参照。

■ガイドライン本文

○　特に、他の資産と合同運用する商品で運用している場合、当該商品の運用方針、資産構成、運用状況、配当の考え方等、各確定給付企業年金の運用実績に影響を与える情報の報告を求めなければならない。

■■趣旨

ア　合同運用は、複数の契約の資金を同一の勘定でまとめて運用する手法であり、信託銀行では年金信託契約の年金投資基金信託（年投口）が、投資顧問会社では投資信託が、生保では一般勘定、特別勘定第一特約がこれにあたる。

イ　合同運用は、契約ごとの資金は少額であっても、これをまとめて相当の規模で運用するため、多数の資産や銘柄に投資することができ、リスク分散が可能となるというメリットがある一方で、合同運用は、個々の企業年金のニーズに合わせた運用が難しい面や、運用情報の情報の開示は、単独運用の場合と比べて必ずしも十分でない点に留意する必要がある。

ウ　合同運用といっても必ずしも１つの合同運用商品で運用されているわけではなく、例えば、同じ資産クラスであっても運用手法等によりさらに細分化された複数のファンドが設定され、運用受託機関との協議に基づきこれらを組み合わせて運用する場合や、資産の投資比率を企業年金からは指定できないファンドがあるなど、様々なタイプの合同運用商品がある。

　したがって、企業年金としては、各ファンドの組み合わせ状況やファンド全体の資産状況がどのようになっているか確認することは重要である。

エ　また、合同運用に限ったことではないが、運用受託機関の組織体制やファンド・マネージャーの変更等があった場合にも運用方針等については一貫性が維持されていることを確認することも重要である。

オ　こうしたことから合同運用に投資している場合は、商品の特性が変化していないかチェックする必要があり、そのためにも企業年金が商品の特性をよく理解した上で、運用状況に関する情報の報告を求めることが重要である。

■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、運用方針等の商品特性を理解しないまま合同口で運用を行っていたが、成績も悪くなかったので、運用方針等についての報告を求めないまま

となっている。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、運用を委託しているＢ運用受託機関の合同口の運用方針が変更されていたにもかかわらず、安定的な成績を挙げていたので、特段方針変更に対する報告を求めることなく、その合同口への継続投資を認めた。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、委託した資金のうち短期資金の割合を極力減らし株式や債券で運用すること（フルインベストメント）を基本的な方針としていたが、ファンドの中の待機資金の状況や運用受託機関の組入れ比率等に注意を払わず、資産全体では短期資金の構成割合が必要以上に高い状態が長期的に継続し、方針と異なる投資行動となってしまった。

＊合同運用に限らず、単独運用の場合でも同様の問題が生じうる。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、生保の第一特約総合口については運用方針等について指図はできないため、事前にその運用方針等が確定給付企業年金のニーズに適合しているか説明を求めた上で検討を行った結果、運用対象の候補として選択した。

■ガイドライン本文

○　運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合には、その運用受託機関が行った活動（議決権行使を含む）の実績について報告を受けることが望ましい。また、当該活動について、複数の企業年金が協働してモニタリングする取組に参画することも考えられる。

■■趣旨

ア　日本版スチュワードシップ・コードの原則 6 では、「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。」としている。

イ　企業年金においては、委託した運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合には、投資先企業の企業価値向上や持続的成長の実現を通じ中長期的な投資リターンを拡大するという、同コードの趣旨を踏まえ、当該運用受託機関が行った活動（議決権行使を含む）の実績についての報告を受けることが望ましい。

ウ　また、企業年金は、運用受託機関からスチュワードシップ活動に関する報告を受けた場合は、代議員会等に報告するとともに、利便性・コストなども考慮した上で、業務概況への記載や企業年金自身のホームページへの掲載等により、加入者に対し周知することが望ましい。

エ　スチュワードシップ責任は、それぞれの企業年金が自らの規模や能力等を踏まえて果たすべきものであるが、企業年金が協働して運用受託機関のスチュワードシップ活動をモニタリング（協働モニタリング）する取組に参画することも選択肢として示されている。

■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、日本株式の運用をＢ運用受託機関に委託している。Ｂ運用受託機関は熱心にスチュワードシップ活動を行っており、その内容をＡ基金（Ａ社）に報告する旨の申し出があった。Ａ基金（Ａ社）は、運用受託機関のスチュワードシップ活動を理解し、支援することが、株式市場の中長期的なリターンの向上に寄与し、加入者等の高齢期の所得の確保に資すると考え、報告を受け、わからない箇所は質問を行った。

（イ）　委託した運用受託機関から年に１度、スチュワードシップ活動に関する報告を受け、利便性・コストなども考慮した上で、受け取った活動実績を企業年金自身のホームページに掲載した。

（ウ）　効率的に委託先運用受託機関のスチュワードシップ活動をモニタリングするため、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」に加入して協働モニタリングに参加することとした。

※企業年金スチュワードシップ推進協議会による協働モニタリングについて

企業年金スチュワードシップ推進協議会は、企業年金が協働して運用受託機関のスチュワードシップ活動のモニタリング（協働モニタリング）を行うために設立された組織で、当協議会の取組は、「アセットオーナー・プリンシプル」の補充原則5-1における「協働モニタリング」に該当する取組である。詳しくは、当協議会のウェブサイトを参照のこと。

（企業年金スチュワードシップ推進協議会　専用ウェブサイト）
https://www.pfa.or.jp/kanyu/stewardship/index.html

■ガイドライン本文

○　そのほか、報告の内容には、運用受託機関の運用方針の変更、運用責任者や運用担当者の大幅な異動等の運用体制の変更等を含めることが望ましい。

■■趣旨

報告の内容としては、収益率等の運用結果やポートフォリオの状況などの定量的なものだけでなく、運用方針や運用体制の変更など定性評価に影響する内容についても報告を求めることが望ましいとしたものである。

■■■ポイント

ア　組織のあり方、人材の配置のあり方などの運用体制は、資産運用の結果に直結する重要事項であるので、運用体制に変更が生じた場合は、必ず報告を受け確認すべきである。

イ　運用方針や運用体制に変更が生じた場合は、必ず報告するよう運用ガイドラインで明確に示すべきである。また、5W1H を運用受託機関に絶えず投げかけることにより、方針の変更等が生じていないか常に確認することが重要である。

ウ　運用受託機関の合併・提携等があった場合には、運用スタイル等の変更や主要なファンド・マネージャーの変更等がないかどうか運用受託機関から説明を求めるとともに、運用報告会（ミーティング）の際にも確認することが肝要である。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、もっぱら定量評価にのみ注力していたため、運用受託機関に対して定性事項に関する報告を特段求めていなかった。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、運用責任者や担当者に大幅な変更がある場合は運用受託機関から事前に報告を求め、これまでの運用哲学・方針に変更の無いことを確認した上で、契約を継続するかどうかの方針を決めている。

（契約上の義務の違反）

■ガイドライン本文

（契約上の義務の違反） ○　年金運用責任者は、運用受託機関が契約上の義務に違反した場合には、運用受託機関の責任を問わなければならない。

■■趣旨

我が国では、一般的に契約上の義務違反に対してその責任を追求するという観念はまだ希薄な面がある。こうした観点から、運用受託機関に契約上の義務違反があった場合は、企業年金の責任者として、年金運用責任者は、運用受託機関の責任を問わなければならないという義務があることを明確にしたものである。

■■■ポイント

運用受託機関等の契約義務違反に対しては、年金運用責任者としては、年金資産の管理運用の適正化の観点から、契約の解除等も含め厳格に対処することが必要である。また、契約違反等により不当な損害を被ったことが明らかな場合には、損害賠償請求を行うことについても検討すべきである。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関に外貨建資産の運用を委託するに際し、為替ヘッジは一切行わないことを運用方針として示した。しかしながら、Ｂ運用受託機関はＡ基金（Ａ社）へ事前の協議もなく、超過収益を挙げる方法として為替のヘッジを行った。為替がたまたま円高となったことから、結果として収益にプラスに寄与したため、Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は特に問題とすることなく放置しておいた。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関への委託に当たり、5%以上の資産配分上の乖離が生じた場合には、必ずリバランスを行うことを運用ガイドラインにより文書で示していたが、Ｂ運用受託機関は独自の相場感でリバランスを行わなかった。Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者もこの間、報告書やヒアリングでの確認を怠っていたため、運用ガイドライン違反であることに気付かず放置されていた。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関に、契約に当たって国内債券５割、国内株式５割の運用ガイドラインを提示した。しかしながら、Ｂ運用受託機関は独断でその

割合から大幅に乖離した運用を行い、Ａ基金（Ａ社）からの指摘後もガイドラインから逸脱していた。そのため、Ａ基金（Ａ社）は特段の損害は無かったものの義務違反を理由にＢ運用受託機関との契約を解除した。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、Ｂ運用受託機関への委託内容を国内債券運用から国内株式運用へ変更した。しかし、Ｂ運用受託機関は、国内株式が下落すると予想し、Ａ基金（Ａ社）が指定した期日に資金を移動しなかった。Ｂ運用受託機関の予想に反し資金移動が行われるまでに国内株式が上昇し、得べかりし利益がもたらされない結果を生じた。年金運用責任者は、契約義務違反によって不当な損害を被ったとして、損害賠償請求を行うこととした。

③　運用実績の評価と見直し

（運用評価と見直し）

■ガイドライン本文

（運用評価と見直し） ○　総幹事会社を含む運用受託機関の運用実績については、定期的に評価することが望ましい。また、当該評価を踏まえて必要な場合には、理事会等基金内部での意思決定手続や、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って、運用受託機関の見直し（掛金の払込割合の変更や信託資産又は保険資産若しくは共済資産の移受管）を行うことが望ましい。

■■趣旨

企業年金が加入者等の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行するためには、母体企業の財務戦略・人事戦略、年金財政運営状況、経済・市場環境等を踏まえ、企業年金ごとに最適な運用方針を策定し、それに応じて適切な運用受託機関を選定し、定期的に評価し、必要に応じて見直しを行うことが重要である。

この規定は、令和 5 年 12 月に政府において策定された「資産運用立国実現プラン」を踏まえて追加された。

■■■ポイント

総幹事会社を含む運用受託機関の運用実績について、①定期的に②評価し、当該評価を踏まえて必要な場合には、③運用受託機関の見直しを行う。

① 定期的：「運用評価の期間」の項目を参照
② 評価　：「運用評価の基準」の項目を参照
③ 運用受託機関の見直し：「掛金の払込割合の変更等」の項目を参照

経済・市場環境に新たな変化が生まれてきている中、その動向をみながら、期待収益率を検証し、必要に応じて資産配分の見直しを行うことが特に重要である。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、定期的な運用評価において、Ｂ運用受託機関の運用実績が低迷しており資産配分等の見直しが必要と評価したが、Ｂ運用受託機関との取引関係や資本関係を専ら重視して見直しを行わなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）では、Ｂ運用受託機関の運用実績が低迷したため、速やかに解約しなければならないと判断し、理事会等基金内部での意思決定手続きを経ずに、Ｂ運用受託機関を解約した。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、定期的な運用評価についての定めが無く、過去 10 年間、運用受託機関の評価を行っていない。

イ　注意義務の観点から適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、財政再計算に合わせ、５年ごとに運用受託機関の評価を行っており、その結果、見直しを行わなかった場合でも、評価結果とともに見直しを行わなかった理由を記録に残している。

（運用評価の期間）

■ガイドライン本文

（運用評価の期間） ○　運用受託機関の運用実績については、短期の運用実績に著しく問題がある場合等を除き、一定の期間（例えば、3年以上）の実績を評価することが望ましい。

■■趣旨

資産運用は不規則な価格変動を伴う商品に対し投資をしているため、特に短期的には運用受託機関の能力に関係のない原因によって運用実績は左右されがちである。こうした影響を極力排除するためには、中・長期の運用実績を評価の対象とすることが有効である。

■■■■ポイント

ア　市場環境によって、特定の運用戦略が一定期間追い風ないし向かい風を受けることがある。株式アクティブ運用の例では、バリュー、グロース、クオリティ、低ボラティリティなど特定の運用スタイルが市場環境によって好調ないし不調な時期がある。また、債券アクティブ運用の例では、一見市場の影響を受け難いように見える絶対収益追求を標榜する商品においても、一定のクレジットリスクを常時取る商品は、市場で景気減速予想が高まった時期には、運用実績が低迷する恐れがある。市場環境は循環的であり、良好なパフォーマンスであったとしても、その後、不調になることは往々にしてある。したがって、短期の運用実績は、運用受託機関の実力以外の要素の影響を受けやすく、それのみで評価すると結果的に最も成績の良い時期に採用して悪い時期に解約する状況に陥りかねない。

イ　以上のような市場の特性を考慮し、定量評価する際には、ガイドラインでは、例えば、少なくとも3年の期間の実績を評価することが望ましいとしている。真の運用能力を評価するためには、中長期的な評価に加え、異なった複数期間の運用実績を確認したり、同種類の運用戦略である他の運用受託機関と比較したりするなどの工夫が望ましい。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）は、ある1年間の運用実績を評価基準とし、株式アクティブ運用受託機関の下位半分を解約し、同じ期間の運用実績の良かった運用受託機関に入替えた。その結果、株式の運用受託機関はグロース型ばかりとなった。次年度はバリュー型優位の相場環境となったため、採用している全運用受託機関の運用実績が低迷した。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関に、アクティブ運用を委託していたが、ある年の収益率が他の採用運用受託機関に比較し大幅に劣後した。しかし、他の同類の運用受託機関や同じスタイルのインデックスと比較すると同水準の実績であったため、3 年ごとの定期的な評価時期まで正式な評価は待つこととした。

（運用評価の基準）

■ガイドライン本文

（運用評価の基準）

○　運用評価の基準については、運用受託機関の選任・契約締結に当たっての留意事項（①）を参照。なお、運用評価の基準は、運用の基本方針及び運用ガイドラインにおいて明示するとともに、運用ガイドラインにより運用受託機関に提示しなければならない。

■■趣旨

運用評価の基準は、定量評価（時価基準）と定性評価に分かれている。この基準は、

①　運用の基本方針の中に明示すること

②　運用ガイドラインの中に明示し、運用受託機関に交付すること

が求められている。

その狙いは次のように理解される。第一に、「運用の基本方針」とのかかわりで言えば、選任した運用受託機関を何を物差しとして評価するか、という内部管理基準を明確にし、企業年金運営の透明性を確保することがその狙いであると考えられる。つまり、年金運用責任者の恣意性を排除し、管理基準をオーソライズする趣旨である。

運用受託機関に対しては、適正な評価基準を提示することによって、運用執行目標の提示と、ファンド・マネージャー等運用担当者の運用執行のプロセス管理と実績の合理的評価の基準を示すということである。また、これによって運用受託機関が想定しないようなリスクを取って運用することを抑制することも期待出来る。数社の運用受託機関を採用している場合は、公平な評価を行うことが重要であることから、特に留意することが求められる。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】

（別紙１）運用の基本方針の策定指針

４　運用に当たっての留意事項

（２）運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、運用受託機関の評価

（規定すべき内容）

③　運用受託機関の評価に関して、運用受託機関の投資哲学、運用体制、運用実績等に関する評価方法について規定する。

（留意事項）

運用受託機関を選任するにあたっては、運用受託機関に支払う運用報酬等運用に要する費用については、運用スタイルや運用コスト等に照らして合理的に判断するものとする。

（別紙２）運用指針の策定指針

４　運用受託機関の評価に関する事項
（規定すべき内容）
　各運用受託機関の投資哲学、運用体制、運用実績等に関する評価方法について規定する。
（留意事項）
　運用受託機関を一律に評価することは適切ではなく、各資産別又はスタイル別にベンチマーク又はスタイル・ベンチマークなどとの対比において比較評価する方法等を規定することが必要である。

■■■■ポイント

ア　定期的に運用受託機関の運用実績を評価することは、運用目標の達成度合いの確認や適切にリスク管理を行っていくために重要である。定量評価には、市場平均と比較するベンマーク比較と運用手法やスタイルが類似したポートフォリオを比較するユニバース比較がある。

イ　契約運用受託機関の運用実績が過去良かったのか、今後も優れた運用実績が期待できるかどうかの評価を行うためには、運用実績等の定量評価だけでなく、投資方針と運用内容の整合性や、投資環境の急激な変化に対する投資行動、運用チームのメンバーの変化といった定性面も考慮した上で、総合的に評価することが重要である。

ウ　こうした運用受託機関の評価基準については、運用の基本方針や運用ガイドラインに各資産別またはスタイル別に比較評価する方法等を規定し、あらかじめ運用受託機関に提示しておくことで、運用受託機関も明確な運用目標及び評価基準のもとで運用することが可能となる。

■■■■■想定事例

「運用受託機関の選任・契約締結」（67～78 ページ）のうち、特に 71～76 ページを参照。

（掛金の払込割合の変更等）

（変更等の手続）

■ガイドライン本文

（掛金の払込割合の変更等）

○　掛金の払込割合の変更及び信託資産又は保険資産若しくは共済資産の移受管については、政策的資産構成割合を維持するために行う場合を除き、適切な評価に基づいて、事業主等自らの判断の下に行わなければならない。

（変更等の手続）

○　掛金の払込割合の変更及び信託資産又は保険資産若しくは共済資産の移受管については、その理由を明らかにした上で、基金においては、理事会等基金内部での意思決定手続に従って行わなければならない。また、事業主が移受管を行う際は、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って行うことが望ましい。

■■趣旨

ア　掛金シェア及び資産残高シェアの変更を行う目的は、ある運用受託機関から別の運用受託機関に資金シフトすることで、運用上の効率性を上げることにある。また、選任した運用受託機関の一部または全部の取引の変更は、母体企業の意向や利害関係等にかかわりなく、もっぱら加入者の利益のために、適切な評価に基づいて、企業年金自らの判断の下に行う必要がある。

イ　これらの変更手続きは、意思決定の理由を明らかにした上で、基金においては、理事会等基金内部での意思決定手続きに従って行う必要があり、また規約型企業年金においては、資産運用委員会に諮るなど、適切と認められる意思決定手続きに従って行うことが望ましい。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】

（別紙２）

４.積立金の管理運用業務に関すること

（２）掛金の払込割合の変更等に関する取扱いについて

①　掛金の払込割合の変更、資産の移管の額及び年金給付費等の負担割合の変更並びにそれらの時期については、運用受託機関との契約の内容を踏まえ、事業主又は基金自らの判断により行うこと。

なお、年金資産は長期的観点から運用されるべきものであり、政策的資産構成割合を維持するために行う場合を除き、資産の移管又は掛金の払込割合の変更を適切な評価に基づかずに頻繁に行うことは、結果として運用効率を悪化させる可能性があることに留意すること。

■■■■ポイント

ア　企業年金自らの判断でシェア変更を行うにあたり、委託した運用受託機関が将来において期待した目標を達成できるかという観点から評価が実施されていることが前提となる。過去の運用実績を将来の予見としてそのまま当てはめるのではなく、定性評価を加味した上で、総合的に運用受託機関を評価することが重要である。

イ　運用報告会の重要性は改めて指摘するまでもないが、一般に四半期ごとに行なわれている運用実績の報告の場を十分に活用できるかがポイントになる。運用実績やリスクといった定量情報を元に、その背景としていかなる投資判断を行ったか、その投資判断や投資行動が運用手法・スタイルと整合的に説明できるものであったかどうか、当該運用受託機関に引き続き運用目標達成の可能性と信頼性を持ち続けられるか、などが運用報告会の場において確認すべき内容である。企業年金としてこれらを時系列的に整理し、運用受託機関に改善の努力を求めることも必要である。

ウ　ファンド・マネージャーの変更や、組織体制の安定性等の定性情報も評価の対象になる。一般的には、キーパーソンの変更に当たっては、後任のファンド・マネージャーとの面談ないしその情報収集を実施し、改めて新体制について評価を行った上で、契約継続の是非を判断することになる。

　いずれにしても一過性の現象でシェア変更するのではなく、継続的な管理・評価を行うことが重要である。

エ　市場の変動により、企業年金が定めている政策アセット・ミクスから、実際の資産構成が大きく乖離することがある。そのような場合は、運用受託機関に対する運用評価にかかわらず、リスク管理の観点から企業年金の運用方針を優先し、資産構成の調整のためにシェア変更を実施することとなる。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、アクティブ運用を委託しているＢ受託機関の主要ファンド・マネージャーが辞任したため、後任とも面談し定められた評価プロセスに従って評価を継続してきた。直近１年間の運用実績は良かったものの、新しい体制ではこれまで期待していた運用目標の達成可能性は低下したと判断し、（理事会等基金内部での）適切な意思決定手続きにしたがって、当該運用受託機関の解約に踏み切った。

イ　忠実義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金は、母体企業からＢ運用受託機関が営業上の重要取引先であるという理由からシェアを増額するよう要請を受けた。そこでＡ基金は、定量・定性評価をあらためて行うことなく、母体企業から要請があったことだけを理由として、シェア変更を行った。

（イ）　Ａ社の営業上の重要取引先であるＢ運用受託機関から営業サイドを通じてシェア増額の要請があった。そこでＡ社としては、定量・定性評価をあらためて行うことなく、自社の営業面での取引を優先し、シェア変更を行った。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、Ｂ運用受託機関の運用成績が長期にわたり良くなかったにもかかわらず、企業年金の実施や運用の基本方針の策定に当たって多大な支援をしてくれたことを理由として、シェアの引下げ等の措置をとらなかった。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ社（Ａ基金）では、四半期ごとのヒアリングを最重要視し、採用ベンチマーク、各資産の運用手法等を踏まえたパフォーマンスの評価をその都度実施している。そして３年間通算の総合評価にしたがって、（理事会等での）十分な検討を経た上でシェア変更を行っている。

④　執行コスト等への配慮

■ガイドライン本文

○　有価証券の発注については、運用成果を最大化する観点から、取引手数料のみならずマーケット・インパクト・コスト（投資家自らの売買行動によって生じる取引価格の変動によるコスト）等の総取引コストが最小となるよう、発注の体制や方法等について運用受託機関から報告を求め、評価することが望ましい。

■■趣旨

企業年金は、運用成果を最大化する観点から、取引手数料などの「目に見えるコスト」だけでなく、マーケット・インパクト・コスト等の「目に見えないコスト」を含めた総取引コストが最小（最良執行）となるよう、運用受託機関の有価証券に係る発注の体制や方法等について報告を求め、評価することが望ましい。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】 （別紙１） 運用の基本方針の策定指針 ４　運用に当たっての留意事項 （４）その他の事項 ③　運用費用に関する事項について規定する。 （例）運用受託機関が最良執行に努め、総取引コストが最小になるよう売買執行を行うものとする。

■■■■ポイント

ア　目に見えないコストの種類

○タイミングコスト：投資判断を決定してから証券会社に判断が伝わるまでに、その証券が値動きするコスト

○マーケット・インパクト・コスト：自らが有価証券を売買した結果、自分に不利な値動きが生じるコスト

○機会コスト：投資判断したが、約定できなかったコスト

イ　運用受託機関が目に見えないコストを最少化するため、どのような体制・評価方法をとっているかについて報告を求め、定性評価に繋げることが望ましい。

ウ　運用手法によっては、取引コストが運用収益を大きく引下げることに繋がる場合がある。特に、保有銘柄の売買回転率が高い運用手法については、売買執行の内容に注意を払うことが重要である。

エ　通常、運用受託機関の入替えに当たっては、解約先の保有銘柄の売却と新規採用先の銘柄購入に伴う大幅な売買が行われ、多大な執行コストがかかることになり、しかもそのコストが意識されにくい。一説には、売買額の 1%のコストがかかる場合もあるといわれる。売買管理に当たってはトランジション・マネージャーの採用も考えられるが、入替え金額が小さかったり、合同口や私募投信を用いており個別に売却指図が難しい場合等はこの限りでない。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、運用受託機関に対し、証券会社の選定基準や実際の売買執行の評価をどのように発注に反映させているかについて報告を求め、その結果を運用受託機関選定の定性評価に盛り込んでいる。

（６）基金における自家運用

①　運用の基本方針における規定

②　政策的資産構成割合の策定

■ガイドライン本文

① 運用の基本方針における規定 ○　理事長等は、資産の運用における自家運用の役割と位置付け、管理運用の体制、運用対象及び運用実績の評価方法等を運用の基本方針において規定しなければならない。 ② 政策的資産構成割合の策定 ○　理事長等は、適切な資産の管理運用を行うために政策的資産構成割合を策定しなければならない。

■■趣旨

自家運用とは、年金給付等積立金の運用を外部の運用機関に委託せず、基金自らが個々の資産の売買等の意思決定を行う運用方法のことである（ただし運用資産には一定の制約あり）。自家運用は、確定給付企業年金では基金型にのみ認められるもので、自家運用を行う基金については、運用内容に応じて、一般の基金に比べて高いレベルの体制整備が求められる。

自家運用を行う基金については、通常の運用の基本方針の内容に加え、管理運用の体制、運用対象等の規定を設けることが求められる。また、政策アセット・ミクスの策定が法令通知上の義務とされている。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】

（自家運用を行う基金の管理運用体制）

第 42 条　基金は、法第 66 条第 4 項の規定に基づき第 44 条第 2 号に掲げる方法により積立金を運用する場合においては、次に掲げる積立金の管理及び運用の体制を整備しなければならない。

一　法第 22 条第 3 項に規定する基金の業務（以下「管理運用業務」という。）に関し、厚生労働省令で定める事項を第 45 条第 1 項に規定する基本方針において定めていること。

二　第 44 条第 2 号に掲げる方法による運用に係る業務（次号において「第 2 号業務」という。）を執行する理事を置いていること。

三　当該基金に使用され、その業務に従事する者のうちに、第 2 号業務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者があること。

２　基金は、第 44 条第 2 号イからへまでに掲げる方法により、それぞれ初めて運用するときは、厚生労働省令で定めるところにより、前項に規定する積立金の管理及び運用の体制について厚生労働大臣に届け出なければならない。当該体制に変更が生じた

ときも、同様とする。

【確定給付企業年金法施行規則】
（自家運用を開始するときの届出）
第 74 条　令第 42 条第 2 項の規定による届出は、令第 44 条第 2 号に掲げる方法ごとに、次に掲げる事項を記載した届書に、基本方針を記載した書類を添付して、遅滞なく、地方厚生局長等に提出することによって行うものとする。
一　令第 42 条第 1 項第 2 号に規定する理事の氏名及び略歴
二　令第 42 条第 1 項第 3 号に規定する専門的知識及び経験を有する者の氏名及び略歴
２　基金は、前項第 1 号の理事若しくは同項第 2 号の者又は基本方針（第 83 条第 2 項に規定する当該運用に関し必要な事項に係る部分に限る。以下この項において同じ。）を変更した場合においては、遅滞なく、変更に係る者の氏名及び略歴又は変更後の基本方針並びに変更の理由を記載した届書を地方厚生局長等に提出しなければならない。

（運用の基本方針に定めるべき事項）
第 83 条
２　法第 66 条第 4 項に掲げる方法により運用を行う基金については、前項各号に掲げる事項のほか、当該運用に係る事務処理の体制に関する事項、当該運用の評価に関する事項その他の当該運用に関し必要な事項を規定するものとする。
３　前項に規定する基金、法第 56 条第 2 項の規定により掛金を金銭に代えて株式で納付する規約型企業年金の事業主及び同項の規定により株式の納付を受ける基金並びにリスク分担型企業年金を実施する事業主等は、第 1 項第 2 号に規定する事項において、次条第 1 項第 1 号に規定する資産の構成割合を適切な方法により定めなければならない。

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号）】
（別紙１）運用の基本方針の策定指針
３　資産構成に関する事項
（規定すべき内容）
　事業主等が長期にわたり維持すべき資産の構成割合（以下「政策的資産構成割合」という。）　又は資産構成についての方針について規定するものである。
　なお、自家運用を行う基金又は株式で掛金を納付する事業主若しくは株式による掛金の納付を受ける基金は、適切な資産の管理運用を行うために政策的資産構成割合を定める。
（留意事項）
　政策的資産構成割合の策定は、リスク管理上で最も重要であるので、受託保証型確定給付企業年金を実施する場合を除き、策定しなければならない。また、基本方針の策定が義務づけられていない受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主においても、政策的資産構成割合を策定することが望ましい。
５　自家運用に関する事項
（規定すべき内容）

自家運用を行う基金は、年金資産の運用における自家運用の役割と位置付け（委託運用を含めた基金全体の運用の中で自家運用が担うべき役割等）、管理運用の体制、運用対象及び運用実績の評価方法等を規定する。

（留意事項）

運用対象の種類に応じて必要な事項を定めるべきである。なお、株式インデックス運用については、対象となる株価指数、運用方法（完全法、層化抽出法、最適化法等）及び目標トラッキングエラー等を記載すべきである。

管理運用の体制については、法令で求められる体制の他に、有価証券の発注、リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等を含めた内部管理体制を整備し、記載することが望ましい。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号）】

（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

４．積立金の管理運用業務に関すること

（４）基金の積立金の自家運用について

①　令第 42 条第 2 項の規定による届出について

ア　管理及び運用の体制に関する届出

令第 44 条第 2 号に掲げる方法により運用を行う基金は、理事会及び代議員会において意思決定を行うとともに、理事会において同号の運用業務に係る運用執行理事を選出、同号の管理運用業務に関する基本方針の決定を行ったうえで、当該運用執行理事及び管理運用担当者の氏名等を記載した届出書（様式 C12）に必要な関係書類を添付し、遅滞なく地方厚生局長等に提出すること。

なお、届出書中の管理運用担当者については、法令解釈通知に規定する国内普通債券、新株予約権付社債、株式、外貨建債権、外貨建新株予約権付社債、外貨建株式のファンドマネージャー若しくは資産管理職員又は基金全体の資産を管理する責任者の職員ごとに記載すること。

イ　届出に必要な関係書類

届出に当たっては、それぞれ以下の書類を添付すること。

a　運用の基本方針を記載した書類

b　理事会及び代議員会の議事録の写し

c　投資顧問契約を締結した場合における契約書の謄本

d　株式インデックス運用におけるシステムの名称及び概要

②　令第 44 条第 1 号に掲げる方法により運用することができる基金の要件は、次のとおりとすること。

ア　理事会等基金内部での意思決定手続きに従って、運用の基本方針の策定において自家運用を行う基金が定めるべきとされている事項を運用の基本方針に定めていること。

イ　令第 44 条第 1 号に掲げる方法による運用業務に係る運用執行理事を置くよう努めなければならないこと。

ウ　法令解釈通知の第 6 の 4 の（1）に関する事項について、体制を整備するよう努めなければならないこと。

■■■■ポイント

ア　自家運用は、確定給付企業年金では基金型にのみ一定の条件の下で認められるもので、規約型は対象外である。

イ　自家運用の運用対象には法令上の制限がある（「③ 運用対象等」の項を参照のこと）が、自家運用を行う基金は、具体的な運用対象を運用の基本方針に規定しなければならない。

ウ　自家運用を行う基金は、運用対象に応じて次のような管理運用の体制を整備する必要がある。

（ア）　運用対象別の管理運用の体制

	運用対象	運用執行理事の設置	専門的知識経験を有する者（ファンド・マネージャー）の設置
第1号(第4号)の運用対象(※1)	（イ）投資信託等 （ロ）貸付信託 （ハ）預貯金 （ニ）次の資産を対象とする年金特定信託契約 ・（イ）～（ハ）の方法 ・コール、手形割引	努力義務	努力義務
第2号(第5号)の運用対象(※2)	（イ）国債等の有価証券（株式を除く） （ロ）（イ）の有価証券の銀行・証券会社等に対する貸付け （ハ）債券オプション （ニ）先物外国為替 （ホ）通貨オプション （ヘ）次の資産を対象とする年金特定信託契約 ・（イ）～（ホ）の方法 ・株式（インデックス運用） ・有価証券指数先物取引、有価証券オプション取引 ・コール、手形割引	法令上の義務	法令上の義務

（※1）確定給付企業年金法施行令第 44 条第 1 号に掲げる方法
（※2）確定給付企業年金法施行令第 44 条第 2 号に掲げる方法

（イ）　システム構築：
株式等の運用（インデックス運用）を行う場合は、指数の変動との一致状況の把握・分析を正確に行うことができるシステム構築が必要である。

（ウ）　資産管理契約：
預貯金による運用の場合を除いて、年金特定信託契約または金融機関との資産管理契約の締結が必要である。

エ　上記に加え、運用対象の種類に応じて必要な事項を運用の基本方針に定める必要がある。例えば、株式インデックス運用において、対象となる株式指数、運用方法（完全法、層化抽出法、最適化法等）及び目標トラッキングエラー等の事項や、有価証券の発注、

リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等が適切に行われる内部管理体制を整備し、これらを運用の基本方針に記載することについて、通知に示されている。運用対象の種類に応じて必要となるこれらの事項は、通知に例示されているものはもとより、その他に必要と考えられる事項を含めて積極的に整備し運用の基本方針に記載することによって、充分な体制を整える必要がある。

オ　受託保証型確定給付企業年金を実施する場合を除き、政策アセット・ミクスを策定し運用の基本方針に記載する必要があることが法令通知で規定されている。

カ　自家運用（《第２号（第５号）の運用対象》における運用）を行う場合は、運用執行理事とファンド・マネージャーの氏名・略歴等に必要書類を添付して地方厚生局長または地方厚生支局長に届け出る必要がある。

《必要関係書類》
① 運用の基本方針を記載した書類
② 理事会及び代議員会の議事録の写し
③ 投資顧問契約を締結した場合における契約書の謄本
④ 株式インデックス運用におけるシステムの名称及び概要

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、自家運用を開始するに当たって、経験豊富で優秀なファンド・マネージャーを採用できたので、目標トラッキングエラー等の細かな規定を設けることは不要と考え、全てファンド・マネージャーに一任することにした。

（イ）　Ａ基金では、自家運用を開始するに当たって、政策アセット・ミクスを策定し、ファンド・マネージャーを採用する等の体制整備を行ったが、権限の範囲やリスク管理のルールが曖昧なために、事実上ａ理事長の個人的な相場観に基づく運用となっている。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金では、政策アセット・ミクスを策定して年金積立金の運用を行っている。自家運用を開始するに当たって、政策アセット・ミクスの見直しの必要が無かったため、国内株式のインデックス運用に関する資産配分について投資顧問会社との投資一任契約を解約して自家運用に切り替えた。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア） Ａ基金では、運用執行理事とファンド・マネージャーが日常的に連携しながら、Ａ基金の運用の基本方針に忠実に自家運用を執行している。

③　運用対象等

■ガイドライン本文

③ 運用対象等 ○　運用対象及び契約する金融機関又は金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う者に限る。）等(以下「金融機関等」という。)は、法令上規定されているものでなければならない(法第 66 条並びに令第 43 条及び第 44 条参照)。

■■趣旨

基金の事業目的や業容からみて、自家運用の対象資産の種類は法令上限定列挙されており、契約の相手方も法令上列挙された金融機関等のみに限定されている。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

（基金の積立金の運用に関する契約）

第 66 条

４　基金は、第 1 項の規定にかかわらず、政令で定めるところにより、金融機関又は金融商品取引業者（金融商品取引法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う者に限る。）その他の政令で定めるもの（次項において「金融機関等」という。）を相手方として契約を締結し、預金又は貯金の預入、有価証券の売買その他政令で定める方法により積立金を運用することができる。

５　基金は、前項に規定する有価証券の売買その他政令で定める方法により積立金を運用する場合においては、金融機関等と当該運用に係る積立金の管理の委託に関する契約を締結しなければならない。

【確定給付企業年金法施行令】

（基金の自家運用に関する契約の相手方）

第 43 条　法第 66 条第 4 項に規定する金融機関等（以下「金融機関等」という。）は、次に掲げるものとする。

一　銀行、株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、信用金庫、信用金庫連合会、労働金庫、労働金庫連合会、信用協同組合、信用協同組合連合会、農林中央金庫、農業協同組合、農業協同組合連合会、漁業協同組合、漁業協同組合連合会、水産加工業協同組合、水産加工業協同組合連合会、信託会社、保険会社、無尽会社、金融商品取引業者（金融商品取引法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う者及び同条第四項に規定する投資運用業を行う者に限る。）及び貸金業法施行令（昭和 58 年政令第 181 号）第 1 条の 2 第 3 号に規定する者であって、日本国内に本店又は主たる事務所を有する法人

二　金融商品取引業者（金融商品取引法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う外国法人に限る。）

（基金の積立金の運用）

第 44 条　法第 66 条第 4 項の政令で定める方法は、次のとおりとする。
一　次に掲げる方法であって金融機関等を契約の相手方とするもの
イ　投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）に規定する受益証券（証券投資信託又はこれに類する外国投資信託に係るものに限る。）又は投資証券、投資法人債若しくは外国投資証券（資産を主として有価証券に対する投資として運用すること（金融商品取引法第 28 条第 8 項第 6 号に規定する有価証券関連デリバティブ取引を行うことを含む。）を目的とする投資法人又は外国投資法人であって厚生労働省令で定めるものが発行するものに限る。）の売買
ロ　貸付信託の受益証券の売買
ハ　預金又は貯金
ニ　運用方法を特定する信託であってイからハまでに掲げる方法又はコール資金の貸付け若しくは手形の割引により運用するもの
二　次に掲げる方法であって金融機関等を契約の相手方とするもの
イ　有価証券（有価証券に係る標準物（金融商品取引法第 2 条第 24 項第 5 号に掲げるものをいい、ハにおいて単に「標準物」という。）を含み、前号イ及びロに規定するものを除く。）であって厚生労働省令で定めるもの（株式を除く。）の売買
ロ　イの規定により取得した有価証券のうち厚生労働省令で定めるものの銀行その他厚生労働省令で定める法人に対する貸付け
ハ　債券オプション（当事者の一方の意思表示により当事者間において債券（標準物を含む。）の売買契約を成立又は解除させることができる権利であって厚生労働省令で定めるものをいう。）の取得又は付与
ニ　先物外国為替（外国通貨をもって表示される支払手段であって、その売買契約に基づく債権の発生、変更又は消滅に係る取引を当該売買の契約日後一定の時期に一定の外国為替相場により実行する取引（金融商品取引法第 2 条第 17 項に規定する取引所金融商品市場において行われる取引又はこれに類する取引であって、厚生労働省令で定めるものに該当するものを除く。）の対象となるものをいう。）の売買
ホ　通貨オプション（当事者の一方の意思表示により当事者間において外国通貨をもって表示される支払手段の売買取引（ニの厚生労働省令で定める取引に該当するものを除く。）を成立させることができる権利をいう。）の取得又は付与
ヘ　運用方法を特定する信託であって次に掲げる方法により運用するもの
(1) イからホまでに掲げる方法
(2) 株式の売買であって厚生労働省令で定めるところにより金融商品取引法第 2 条第 8 項第 11 号イに規定する有価証券指標（厚生労働省令で定めるものに限る。）その他厚生労働省令で定めるもの（株式に係るものに限る。）の変動と一致するように運用するもの
(3) 金融商品取引法第 28 条第 8 項第 3 号ロからホまでに掲げる取引（(2) に規定する有価証券指標その他厚生労働省令で定めるものに係るものに限る。）
(4) コール資金の貸付け又は手形の割引

【確定給付企業年金法施行規則】
（投資証券等を発行する投資法人等）

第 75 条　令第 44 条第 1 号イの厚生労働省令で定める投資法人又は外国投資法人は、その資産総額の二分の一を超える額を有価証券に対する投資として運用すること（有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引、外国市場証券先物取引、有価証券店頭指数等先渡取引、有価証券店頭オプション取引又は有価証券店頭指数等スワップ取引を行うことを含む。）を目的とするものであって、投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）第 67 条第 1 項に規定する規約（外国投資法人にあっては、同法第 220 条第 1 項の規定により届けられる事項（同条第 2 項の規定により添付される書類を含む。）でこれに相当するもの）にその旨の記載があるものとする。

（運用の対象となる有価証券）

第 76 条　令第 44 条第 2 号イの厚生労働省令で定める有価証券は、金融商品取引法第 2 条第 1 項第 1 号から第 5 号まで、第 13 号、第 15 号、第 18 号及び第 21 号に掲げる有価証券、同項第 10 号及び第 11 号に掲げる有価証券（令第 44 条第 1 号イに規定するものを除く。）、金融商品取引法第 2 条第 1 項第 17 号に掲げる有価証券（同項第 6 号から第 9 号まで、第 12 号、第 14 号及び第 16 号に掲げる有価証券の性質を有するものを除く。）並びに令第 44 条第 2 号イに規定する標準物とする。

（有価証券の貸付け）

第 77 条　令第 44 条第 2 号ロの厚生労働省令で定める有価証券は、金融商品取引法第 2 条第 1 項第 1 号から第 5 号までに掲げる有価証券及び同項第 17 号に掲げる有価証券（同項第 6 号から第 9 号まで、第 12 号、第 14 号及び第 16 号に掲げる有価証券の性質を有するものを除く。）とする。

２　令第 44 条第 2 号ロの厚生労働省令で定める法人は、株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、農林中央金庫、全国を地区とする信用金庫連合会、金融商品取引業者（金融商品取引法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う者（同法第 29 条の 4 の 2 第 9 項に規定する第一種少額電子募集取扱業者を除く。）に限る。）、同法第 2 条第 30 項に規定する証券金融会社及び短資業者とする。

（債券オプション）

第 78 条　令第 44 条第 2 号ハの厚生労働省令で定める権利は、次のとおりとする。

一　証券取引所の定める基準及び方法に従い、当事者の一方の意思表示により当事者間において債券（令第 44 条第 2 号イに規定する標準物を含む。）の売買取引を成立させることができる権利

二　債券の売買取引において、当事者の一方が受渡日を指定できる権利であって、一定の期間内に当該権利が行使されない場合には、当該売買取引の契約が解除されるもの（外国で行われる売買取引に係るものを除く。）

（先物外国為替の取引から除かれる取引）

第 79 条　令第 44 条第 2 号ニの厚生労働省令で定める取引は、金融商品取引法第 2 条第 21 項に規定する市場デリバティブ取引（同項第 1 号に掲げる取引に係るものに限る。）及び同条第 23 項に規定する外国市場デリバティブ取引（同条第 21 項第 1 号に掲げる取引に類似するものに限る。）とする。

（有価証券指数等の変動と一致させる運用）
第 80 条　令第 44 条第 2 号ヘ（2）の厚生労働省令で定めるものは、多数の銘柄の価格の水準を総合的に表した株価指数であって、同号ヘ（2）に規定する有価証券指標（次項において「有価証券指標」という。）に準ずるものとして厚生労働大臣が指定するもの（次項において「指定株価指数」という。）とする。
２　令第 44 条第 2 号ヘ（2）の規定による株式の売買は、次に掲げるところにより運用するものとする。
一　有価証券指標又は指定株価指数（以下「株価指数」という。）に採用されている銘柄の株式のうちからその全部又は一部について、次のいずれかの方法により株式の銘柄及びその株数の選定を行うこと。
イ　株価指数に採用されているすべての銘柄の株式について、当該株価指数における個別銘柄の時価総額構成比率その他の構成比率に応じて算出される株数を選定するもの
ロ　株価指数に採用されている銘柄の株式を、発行している株式会社の業種その他の株式に係る属性によって複数の銘柄群に分類し、各銘柄群から、当該銘柄群に属する銘柄の株式に係る時価総額が当該株価指数に採用されているすべての銘柄の株式に係る時価総額に占める構成比率その他の事情を勘案して、個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの
ハ　株式の運用により予想される時価による収益率として百分率で表した数と予想される株価指数の変化率として百分率で表した数との差の分散をあらかじめ推計し、当該推計値を最小化するよう個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの
ニ　イからハまでに掲げる方法に類する方法で個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの
ホ　イからニまでに掲げる方法を組み合わせて個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの
二　電子計算機を使用して株価指数の変動との一致の状況の把握及び分析を正確に行うことができるシステムが構築されていること。
３　令第 44 条第 2 号ヘ（2）に規定する厚生労働省令で定める有価証券指標は、次のいずれかに該当するものとする。
一　東証株価指数
二　Russell/Nomura　Prime　インデックス

【金融商品取引法】
（定義）
第２条　この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。
一　国債証券
二　地方債証券
三　特別の法律により法人の発行する債券（次号及び第 11 号に掲げるものを除く。）
四　資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号）に規定する特定社債券

五　社債券（相互会社の社債券を含む。以下同じ。）
六　特別の法律により設立された法人の発行する出資証券（次号、第 8 号及び第 11 号に掲げるものを除く。）
七　協同組織金融機関の優先出資に関する法律（平成 5 年法律第 44 号。以下「優先出資法」という。）に規定する優先出資証券
八　資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券又は新優先出資引受権を表示する証券
九　株券又は新株予約権証券
十　投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券
十一　投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券、新投資口予約権証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券
十二　貸付信託の受益証券
十三　資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益証券
十四　信託法（平成 18 年法律第 108 号）に規定する受益証券発行信託の受益証券
十五　法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの
十六　抵当証券法（昭和 6 年法律第 15 号）に規定する抵当証券
十七　外国又は外国の者の発行する証券又は証書で第 1 号から第 9 号まで又は第 12 号から前号までに掲げる証券又は証書の性質を有するもの（次号に掲げるものを除く。）
十八　外国の者の発行する証券又は証書で銀行業を営む者その他の金銭の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するもののうち、内閣府令で定めるもの
十九　金融商品市場において金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う第 21 項第 3 号に掲げる取引に係る権利、外国金融商品市場（第 8 項第 3 号ロに規定する外国金融商品市場をいう。以下この号において同じ。）において行う取引であつて第 21 項第 3 号に掲げる取引と類似の取引（金融商品（第 24 項第 3 号の 3 に掲げるものに限る。）又は金融指標（当該金融商品の価格及びこれに基づいて算出した数値に限る。）に係るものを除く。）に係る権利又は金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う第 22 項第 3 号若しくは第 4 号に掲げる取引に係る権利（以下「オプション」という。）を表示する証券又は証書
二十　前各号に掲げる証券又は証書の預託を受けた者が当該証券又は証書の発行された国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けた証券又は証書に係る権利を表示するもの
二十一　前各号に掲げるもののほか、流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める証券又は証書

２４　この法律において「金融商品」とは、次に掲げるものをいう。
一　有価証券
二　預金契約に基づく債権その他の権利又は当該権利を表示する証券若しくは証書であつて政令で定めるもの（前号に掲げるものを除く。）

三　通貨
三の二　暗号等資産（資金決済に関する法律第 2 条第 14 項に規定する暗号資産又は同条第 5 項第 4 号に掲げるもののうち投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして内閣府令で定めるものをいう。以下同じ。）
三の三　商品（商品先物取引法（昭和 25 年法律第 239 号）第 2 条第 1 項に規定する商品のうち、法令の規定に基づく当該商品の価格の安定に関する措置の有無その他当該商品の価格形成及び需給の状況を勘案し、当該商品に係る市場デリバティブ取引により当該商品の適切な価格形成が阻害されるおそれがなく、かつ、取引所金融商品市場において当該商品に係る市場デリバティブ取引が行われることが国民経済上有益であるものとして政令で定めるものをいう。以下同じ。）
四　前各号に掲げるもののほか、同一の種類のものが多数存在し、価格の変動が著しい資産であつて、当該資産に係るデリバティブ取引（デリバティブ取引に類似する取引を含む。）について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの（商品先物取引法第 2 条第 1 項に規定する商品を除く。）
五　第 1 号、第 2 号若しくは第 3 号の 2 に掲げるもの又は前号に掲げるもののうち内閣府令で定めるものについて、金融商品取引所が、市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物

■■■■ポイント

ア　法令上、自家運用の運用対象は次のものに限定されている。

《第 1 号（第 4 号）の運用対象》（確定給付企業年金法施行令第 44 条第 1 号に掲げる方法）

（イ）投資信託等
（ロ）貸付信託
（ハ）預貯金
（ニ）次の資産を対象とする年金特定信託契約
・（イ）～（ハ）の方法
・コール、手形割引

《第 2 号（第 5 号）の運用対象》（確定給付企業年金法施行規則第 44 条第 2 号に掲げる方法）

（イ）国債等の有価証券（株式を除く）
（ロ）（イ）の有価証券の銀行・証券会社等に対する貸付け
（ハ）債券オプション
（ニ）先物外国為替
（ホ）通貨オプション
（ヘ）次の資産を対象とする年金特定信託契約
・（イ）～（ホ）の方法
・株式（インデックス運用）

・有価証券指数先物取引、有価証券オプション取引
・コール、手形割引

基金は、自家運用の資産について、金融機関等と当該運用に係る年金給付等積立金の管理の委託に関する契約を締結しなければならないとされている。《第 1 号（第 4 号）の運用対象》のハの場合は預貯金自体が、また、《第 1 号（第 4 号）の運用対象》のニ、《第 2 号（第 5 号）の運用対象》のへの場合は年金特定信託契約が積立金の管理の委託に関する契約にあたると考えられるが、それ以外の場合は、別途、積立金の管理の委託に関する契約を締結しなければならないことになる。

イ　《第 1 号（第 4 号）の運用対象》と《第 2 号（第 5 号）の運用対象》では、管理運用の体制整備で必要とされるレベルに差異がある（「① 運用の基本方針における規定」の項を参照のこと）。

④　資産状況の把握

⑤　資金の管理

⑥　報告の請求

■ガイドライン本文

④ 資産状況の把握

○　理事長等は、資産額など資産運用の実態に関する正確かつ必要な情報を把握できる体制を整備し、適切に管理運用業務を行わなければならない。この場合において、有価証券等の売買を行う運用（令第 44 条第 2 号に掲げる方法をいう。以下同じ。）を実施する場合には、日々の時価による資産額を把握できる体制（時価管理システム）を整備することが望ましい。

⑤ 資金の管理

○　理事長等は、資金決済において不足が生じることがないよう、日々現金等を適切に管理しなければならない。

⑥ 報告の請求

○　理事長等は、資産管理を行う基金資産運用機関が契約、運用の基本方針及び運用ガイドライン（資産管理に関する事項に限る。）に従った資産管理を行っているかどうかを確認するため、当該基金資産運用機関に対し、少なくとも毎事業年度ごとに資産管理の実態に関する正確かつ必要な情報の報告を求めなければならない。なお、有価証券等の売買を行う運用の場合には、より適切な資産管理を行う必要性から月次ごとに報告を求めることが望ましい。

■■趣旨

自家運用を行うか否かにかかわらず、年金資産の運用状況の把握は理事長等の重要な義務である。それに加えて、有価証券の売買を行う形の自家運用を行う場合には、基金自らが執行する運用に関して、関連する法令通知及び運用の基本方針に沿うものとする必要があることから、より詳細な資産運用の実態に関する情報を入手する体制を整備しなければならない。

また、有価証券の売買を行う運用の場合は、決済に関する事故（フェイル）が発生しないよう日々の資産内容や現金の管理を適切に行う必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
確定給付企業年金法並びにこれに基づく政令及び省令について（法令解釈）
第６
４（１）・・・運用業務を的確に行うために日々の時価による資産額を把握できる体制の他、有価証券の売買発注、リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等が適切に行われる内部体制を整備するとともに・・・

■■■■ポイント

ア　資産運用の内容が、関連する法令通知及び運用の基本方針に沿わないものとなっていることが判明した場合には、その原因を解明し、必要に応じて、運用資産の再配分や基金内の運用執行体制の再検討等をする必要がある。

イ　有価証券の売買を行う運用の場合には、約定通りの受渡し決済（有価証券と現金の交換）が決済の期日に行われる必要がある。このため、買いに関しては、日々の現金を適切に管理するだけでなく、翌日以降の決済予定を適切に把握することによって決済予定日の資金繰りを確保すること、また、売りに関しては、決済期日までに現物を必ず用意することによって、決済に関する事故（フェイル）が発生しないように管理する必要がある。

ウ　決済に関する事故（フェイル）は、市場参加者として本来あるまじきことであるが、万が一そのような事態が続くようであれば、取引相手から締め出されてしまい、以降の売買が事実上出来ない事態も考えられるので細心の注意が必要である。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、国内債券の自家運用を行うに当たって、運用の基本方針において長期格付けがＡ格以上の債券に限定する旨を規定したが、格付けに関する状況把握体制が不充分で、債券購入後に格付けが下がってＡ格未満となったことを把握していなかった。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、国内株式のパッシブ運用を自家運用するに当たって、日々の時価による資産額を把握できる体制（時価管理システム）を構築して時価把握、資産管理を行い、かつ資産管理機関より月次、四半期の実態報告を求め、運用ガイドラインの遵守状況をチェックしている。

⑦　契約上の義務の違反

■ガイドライン本文

⑦ 契約上の義務の違反 ○　理事長等は、金融機関が契約上の義務に違反した場合には、金融機関等の責任を問わなければならない。

■■趣旨

基金は、自家運用に関連して有価証券の売買契約等の相手方として、また、資産管理委託先として、金融機関等と契約をする必要がある。このような金融機関等が契約上の義務に違反した場合は、基金の責任者として、理事長等は、金融機関等の責任を追及しなければならないという義務を負うことを明確にしたものである。

■■■ポイント

ア　金融機関等の契約義務違反に対して、基金は年金資産の管理運用の適正化の観点から厳格に対処することが必要である。また、契約義務違反によって不当な損害を被ったことが明らかな場合には、損害賠償請求を行うことについても検討すべきである。

契約上の義務違反に関する対処については、97 ページ（契約上の義務の違反）を参照されたい。

イ　有価証券の売買契約の履行に関しては、約定どおりの受渡し決済（有価証券と現金の交換）が約定の期日に行われるかどうかに関してリスクがある。このため、相手方金融機関の信用リスクを格付け情報や決算内容等によって確認することや、日頃の決済状況について常に注意を払う必要がある。状況次第では、取引金融機関を変更する等の対処が必要である。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、自家運用の有価証券の売買をＢ証券会社との売買契約によって行っているが、受渡し決済において事故（フェイル）が頻発していることを知りながら、期日遅れではあっても決済は完了していることから、その原因や影響を確認することなく放置した。

⑧　有価証券の売買

⑨　執行コスト等への配慮

■ガイドライン本文

⑧ 有価証券の売買 ○　理事長等は、有価証券について、短期的な見通しに基づく頻繁な売買取引は、かえって取引手数料の増大を招き、結果的に全体としての収益を下げることになる可能性があることに留意しなければならない。 ⑨ 執行コスト等への配慮 ○　有価証券の発注については、運用成果を最大化する観点から、取引手数料のみならずマーケット・インパクト・コスト等の総取引コストが最小となるよう、売買執行体制を整えるとともに発注方法について明確な方針を策定することが望ましい。

■■趣旨

有価証券の売買を行う運用では、各種取引執行コストの総合管理を行うことが必要である。

■■■ポイント

ア　短期的な見通しに基づく頻繁な売買は取引手数料を増大させることとなり、収益率を引き下げることになることに注意が必要である。

イ　取引執行コストには、売買手数料のような把握しやすいコストの他、マーケット・インパクト・コスト（自らの売買により不利な値動きが生ずるコスト)、タイミングコスト（投資判断から約定までの間に値動きが生ずるコスト)、機会損失コスト（投資判断したが約定できなかったコスト）等の把握することが難しいコストがあることにも注意が必要である。

ウ　インデックス運用では、これらのコストを抑えながらベンチマークに連動させることが重要である。

エ　自家運用を行うに当たっては、これらのコストに加え、資産管理コスト、時価管理システムの導入・運営コスト、ファンド・マネージャーの雇用コスト等を総合的に把握して、外部の運用受託機関を選択することと比較検討する必要がある。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、資産規模が充分大きくないにもかかわらず、自家運用で株式インデ

ックス運用を開始した結果、十分な分散ができないことに加え、取引コストやシステム装備、ファンド・マネージャーの雇用に要するコストがかかってしまって、外部委託の場合より高コストでトラッキングエラーの大きい運用となってしまった。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、自家運用の国内株式の複数銘柄を一括発注するに当たり、証券 4 社に引き合い後、最も安価な取引手数料を提示した証券会社に発注を行っている。また、Ａ基金は売買執行の迅速性、正確性を求める策定方針を定めており、引き合いを行う証券会社については定期的な評価、見直しを行っている。

⑩　投資信託等への運用に当たっての留意事項

（商品の特性、私募投資信託の留意事項、外国の投資信託の留意事項）

■ガイドライン本文

⑩ 投資信託等への運用に当たっての留意事項

（商品の特性）

○　理事長等は、投資信託等への運用に当たっては、目論見書や運用報告書等により商品の資産構成やリスク・リターン特性等が基金の政策的資産構成割合等運用の基本方針に適合するものであることについて十分な確認を行わなければならない。

（私募投資信託の留意事項）

○　私募投資信託については、商品の資産構成やリスク・リターン特性等につき基金の要望を反映した商品設計が可能である一方、公募投資信託と違い、法令上、目論見書の交付等が義務づけられていないことや、デリバティブ等の運用制限がないことに留意しなければならない。

（外国の投資信託の留意事項）

○　外国投資信託の受益証券又は外国投資証券の売買に当たっては、当該受益証券の発行者があらかじめ金融当局へ届け出た信託約款に係る受益証券又は金融当局への登録を行った投資法人による投資証券であって、日本国内に本店又は主たる事務所を有する金融機関等（外国証券会社を含む。）を対象に売買するものでなければならない。

■■趣旨

投資信託等への運用を行う場合には、法令上投資対象とできる投資信託の種類や売買相手等について予め確認が必要である。また、自基金の政策アセット・ミクス等の運用の基本方針に沿うものであることについて、目論見書や運用報告書等によって商品内容を充分吟味する必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号）】

（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

４．（４）

④　投資信託等への運用に当たっての留意事項

ア　投資信託又は外国投資信託（契約型投資信託）

a　投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）の規定に基づき、受益証券の売買に当たっては、信託会社若しくは金融当局の認可を受けた金融商品取引業者（投資運用業を行う者に限る。）があらかじめ投資信託約款を金融当局へ届け出た投資信託に係る受益証券、又は外国投資信託の受益証券の発行者があらかじめ金融当局へ届け出た投資信託に係る受益証券を金融機関

等（日本国内に本店又は主たる事務所を有する金融機関等（金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う外国法人に限る。）を含む。）に限る。以下同じ。）を通じて売買するものでなければならないこと。

b　受益証券の購入に当たっては、投資信託約款、信託約款、目論見書等により、その商品の資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等が基金の政策的資産構成割合等運用の基本方針に適合するものであるかどうかについて十分な確認を行わなければならないこと。

c　基金は、事業年度ごとに資産を時価により評価し、その構成割合を確認する必要があることから、受益証券の購入後も販売金融機関等より運用に関する報告書を入手し、投資信託に係る資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等運用状況を把握しなければならないこと。なお、適切な運用管理を行う必要性から月次ごとに運用状況を把握することが望ましいこと。

イ　投資証券、投資法人債又は外国投資証券（会社型投資信託）

a　投信法の規定に基づき、投資証券又は投資法人債の売買に当たっては、設立企画人が資産運用の対象及び方針等の規約を作成し、金融当局への登録を行った投資法人による投資証券若しくは投資法人債、又は外国投資法人若しくはその設立企画人に相当する者が資産の管理及び運用等に関する事項を金融当局に届け出た上で募集の取扱い等が行われる外国投資証券を金融機関等を通じて売買するものでなければならないこと。

b　投資証券、投資法人債又は外国投資証券の購入に当たっては、投資口申込証又は投資法人債申込証に記載されている規約、目論見書等により、その商品の資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等が基金の政策的資産構成割合等運用の基本方針に適合するものであるかどうかについて十分な確認を行わなければならないこと。

c　基金は、事業年度ごとに資産を時価により評価し、その構成割合を確認する必要があることから、投資証券、投資法人債又は外国投資証券の購入後も販売金融機関等より運用に関する報告書を入手し、投資信託に係る資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等運用状況を把握しなければならないこと。なお、適切な運用管理を行う必要性から月次ごとに運用状況を把握することが望ましいこと。

ウ　私募投資信託への投資に当たって留意すべき事項

a　私募投資信託には、50 人未満の者を相手方として募集する「少人数私募」と、募集人員に制限はないが適格機関投資家のみを相手方として募集する「プロ私募」の 2 種類があるが、基金は、現在、適格機関投資家でないため、直接、金融機関等を通じて売買を行うことができるのは「少人数私募」のみであり、「プロ私募」の売買に当たっては、委託運用により行わなければならないこと。

b　私募投資信託は、商品の資産構成、リスク・リターン特性、運用手法等につき基金の要望を反映した商品設計が可能である一方、投信法の情報開示に関する規制及び運用規制については公募投資信託に比べ緩和されたものとなっており、公募投資信託で義務付けられている目論見書及び信託約款等の交付が売買を行う金融機関等に義務付けられていないことや、投資信託に係る資産についてデリバティブの制限がないことなどから、その購入に当たっては、金融機関等から資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等について

十分な説明を受けるとともに、購入後も運用状況を十分確認する必要があること。

エ　令第 44 条第 1 号イにおいて規定する投資信託の受益証券等の購入に当たっては、上記のアのｂ又はイのｂに規定する投資信託約款、規約等により、その資産総額の 2 分の 1 を超える額を有価証券に対する投資として運用することを目的とするものであるかどうかについて十分な確認を行わなければならないこと。

■■■■ポイント

ア　自基金の政策アセット・ミクス等の運用の基本方針に沿うものであることについて、目論見書や運用報告書等によって商品内容を充分吟味する必要がある。

イ　私募投資信託の場合は、商品性について基金の要望を反映した設計が可能である一方、公募投資信託で義務付けられている目論見書等の交付が法律上義務付けられていないことや、デリバティブの制限がないことなどから、その購入に当たっては、金融機関等から資産構成、リスク・リターン特性、投資哲学及び運用体制等について充分な説明を受けるとともに、購入後も運用状況を十分確認する必要がある。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ常務理事は、Ｂ証券会社から簡単なパンフレットをもとにＣ私募投資信託のセールスを受け、自基金の運用の基本方針に極めて良く適合しているとその場で判断したので、目論見書の交付やその他の詳細な資料の請求は省略して、直ちに購入することを理事会に諮ろうとした。

⑪　デリバティブ（金融派生商品）の利用に当たっての留意事項

■ガイドライン本文

⑪ デリバティブ（金融派生商品）の利用に当たっての留意事項

○　理事長等は、デリバティブの利用について、現物資産の価格変動リスクの防止や軽減又は政策的資産構成割合の維持を目的とするものに限られ、投機的取引は禁止されていることに留意しなければならない（規則第 81 条参照）。

■■趣旨

デリバティブ（金融派生商品）の利用は、現物資産の価格変動リスクの防止・軽減または政策アセット・ミクスの維持を目的とするものに限られ、投機的取引は禁止されていることに留意する必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行規則】

（先物及びオプションによる運用）

第 81 条　積立金の運用を債券先物（令第 44 条第 2 号イに規定する標準物をいう。以下同じ。）の売買若しくは債券オプション（同号ハに規定する債券オプションをいう。以下同じ。）の取得若しくは付与、株価指数先物（同号ヘ（3）に規定する取引に係る対象物をいう。以下同じ。）の売買若しくは株価指数オプション（同号ヘ（3）に規定する取引に係る権利をいう。以下同じ。）の取得若しくは付与又は先物外国為替（同号ニに規定する先物外国為替をいう。以下同じ。）の売買若しくは通貨オプション（同号ホに規定する通貨オプションをいう。以下同じ。）の取得若しくは付与（以下「先物又はオプションによる運用」という。）により行う場合には、その内容が次の各号に該当するものでなければならない。

一　現物債券又は現物株式（令第 44 条第 2 号イ又はヘ（2）に掲げる方法により運用される債券又は株式をいう。以下同じ。）の価格変動又は為替変動（外国通貨をもって表示される現物債券に係るものに限る。以下同じ。）の危険の防止又は軽減を目的とし、積立金の運用の健全性に配意し、投機的取引を行わないこと。

二　保有している現物債券若しくは外国為替（令第 44 条第 2 号ニに掲げる方法により運用される外国通貨をもって表示される支払手段をいう。以下この号において同じ。）の売却、取引条件が明確な現物債券若しくは外国為替の取得又は取引条件が明確な差金の授受を将来の一定の時期に相当の確実さをもって行うこと。

三　現物債券又は現物株式が現に価格変動又は為替変動の危険にさらされていること。

四　先物又はオプションによる運用を行うことにより、前号の危険が防止され、又は軽減されること。

2　第 83 条第 1 項第 2 号に規定する資産の構成割合と実際の資産の構成割合との乖離が現に生じ、当該乖離を縮小することを目的とする場合にあっては、前項の規定にかかわらず、積立金の運用を先物又はオプションによる運用により行うことができる。ただし、当該運用は、前項第 2 号に該当する内容のものであって、当該運用を行うこ

とにより、当該乖離が縮小されなければならない。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】
(別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準
４（４）
⑤　先物及びオプションによる運用に当たっての利用限度
債券先物、債券オプション、先物外国為替、通貨オプション、株価指数先物及び株価指数オプションにより運用するに当たっては、各資産ごとに以下の利用限度を遵守すること。
ア　ネットベースで売りヘッジの場合（左辺が正の値である場合）
（売建に係る額＋コール付与残高＋プット取得残高）－（買建に係る額＋コール取得残高＋プット付与残高）≦ 現在保有する原資産の時価総額又は保有することが確定している原資産の時価総額
イ　ネットベースで買いヘッジの場合（左辺が正の値である場合）
（買建に係る額＋コール取得残高＋プット付与残高）－（売建に係る額＋コール付与残高＋プット取得残高）≦（現在保有する現金又は保有することが確定している現金）＋（付与対価合計額－取得対価合計額）
（注）なお、付与対価合計額とは、コール付与残高及びプット付与残高に係る対価（プレミアム）の合計額をいい、取得対価合計額とは、コール取得残高及びプット取得残高に係る対価（プレミアム）の合計額をいうこと。
ウ　ただし、規則第 81 条第 2 項の規定により基金全体の政策的資産構成割合と実際の資産構成との乖離が現に生じ、当該乖離を縮小することを目的とする場合にあっては、上記にかかわらず、先物又はオプションによる運用が可能であること。

■■■■ポイント

デリバティブ（債券先物、債券オプション、先物外国為替、通貨オプション、株価指数先物、株価指数オプション）については、現物資産の価格変動リスクの防止や軽減（価格変動リスク・ヘッジ）または政策アセット・ミクスの維持を目的とするもの（ポートフォリオ・オーバーレイ）に限られ、投機的取引は法令によって禁止されている。

⑫　株式インデックス運用に当たっての留意事項

■ガイドライン本文

⑫ 株式インデックス運用に当たっての留意事項

○　理事長等は、業種別株価指数など株式の属性により分類された株価指数により運用する場合については、株式ポートフォリオのリスク・リターン特性や運用スタイルの組合せの一貫性が損なわれることがないよう留意しなければならない。

○　理事長等は、株式分割やインデックスの構成銘柄の変更等の情報を速やかに取得し、適正に処理する体制を整えなければならない。

■■趣旨

株式の自家運用はインデックス運用に限られるが、採用する指数の特性に合わせた運用をする必要がある。理事長等は、株式分割やインデックスの構成銘柄の変更等の情報を速やかに取得し、適正に運用に反映させる必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行規則】

（有価証券指数等の変動と一致させる運用）

第 80 条　令第 44 条第 2 号ヘ（2）の厚生労働省令で定めるものは、多数の銘柄の価格の水準を総合的に表した株価指数であって、同号ヘ（2）に規定する有価証券指標（次項において「有価証券指標」という。）に準ずるものとして厚生労働大臣が指定するもの（次項において「指定株価指数」という。）とする。

2　令第 44 条第 2 号ヘ（2）の規定による株式の売買は、次に掲げるところにより運用するものとする。

一　有価証券指標又は指定株価指数（以下「株価指数」という。）に採用されている銘柄の株式のうちからその全部又は一部について、次のいずれかの方法により株式の銘柄及びその株数の選定を行うこと。

イ　株価指数に採用されているすべての銘柄の株式について、当該株価指数における個別銘柄の時価総額構成比率その他の構成比率に応じて算出される株数を選定するもの

ロ　株価指数に採用されている銘柄の株式を、発行している株式会社の業種その他の株式に係る属性によって複数の銘柄群に分類し、各銘柄群から、当該銘柄群に属する銘柄の株式に係る時価総額が当該株価指数に採用されているすべての銘柄の株式に係る時価総額に占める構成比率その他の事情を勘案して、個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの

ハ　株式の運用により予想される時価による収益率として百分率で表した数と予想される株価指数の変化率として百分率で表した数との差の分散をあらかじめ推計し、当該推計値を最小化するよう個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの

ニ　イからハまでに掲げる方法に類する方法で個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの

ホ　イからニまでに掲げる方法を組み合わせて個別銘柄の株式及びその株数を選定するもの

二　電子計算機を使用して株価指数の変動との一致の状況の把握及び分析を正確に行うことができるシステムが構築されていること。

３　令第 44 条第 2 号へ（2）に規定する厚生労働省令で定める有価証券指標は、次のいずれかに該当するものとする。

一　東証株価指数

二　Russell/Nomura　Prime　インデックス

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】

（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

４（４）① イ 届出に必要な関係書類

d　株式インデックス運用におけるシステムの名称及び概要

⑥　株式インデックス運用に当たっての留意事項

ア　株式インデックス運用の対象となる株価指数は、規則第８０条第３項に掲げる株価指数の他に、当該株価指数に準じたものとして厚生労働大臣が指定する指数とされているが、現在のところ、厚生労働大臣が指定した指数はないこと。

イ　規則第８０条第２項第１号に規定する「株式の銘柄及びその株数の選定」は、上記アの株価指数に採用されている銘柄の株式のうちその全部又は一部ついて、以下に定める完全法、層化抽出法、最適化法、それらに類した方法又はそれらの方法の組み合せにより株式の銘柄及びその株数の選定を行うものであること。

a　完全法

採用した株価指数に採用されている全銘柄について、当該株価指数に完全に一致するようにポートフォリオを構築する方法であること。

b　層化抽出法

採用した株価指数に採用されている銘柄を個別銘柄の株価変動が類似する複数の銘柄群（セクター）に分類し、各銘柄群から当該株価指数の変動とできる限り一致するように銘柄を選定し、ポートフォリオを構築する方法であること。

c　最適化法

採用した株価指数の予想変化率とポートフォリオの予想収益率の差の分散を最小化するようポートフォリオを構築する方法であること。

■■■■ポイント

ア　株式インデックス運用の対象となる株価指数は、下記の通りである。

（ア）　東証株価指数

（イ）　Russell/Nomura　Prime　インデックス

理事長等は、株式分割やインデックスの構成銘柄の変更等の情報を速やかに取得し、適正に運用に反映させる必要がある。

イ　目標のトラッキングエラーは、通知によって 1.0%未満と定められていることに留意

してインデックス運用を行う必要がある。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、インデックス運用はコストを掛けないことが重要と位置付けている。このため、対象とした株式指数にはある程度連動すれば充分と考え、トラッキングエラーにも着目することなく自家運用開始時に組み立てたポートフォリオをほとんど放置して運用していた。

（７）資産管理の委託

①　資産の保全

■ガイドライン本文

① 資産の保全 ○　年金運用責任者は、資産管理機関の選任に当たっては、資産が滅失又は散逸することのないよう、当該機関の信用力や資産の管理体制について説明を求めなければならない。

■■趣旨

資産管理機関の選任の際の視点としては、資産の保全ということが第一義的に重要であるため、理事長等は、資産が滅失はまたは散逸することのないよう、資産管理機関の信用力や資産の管理体制等、ガイドラインに定められた項目を中心に企業年金の実状に応じて資産管理機関に対し説明を求め、把握しておくことが必要である。

また、契約の相手方である機関の性格によっては、当該機関の破綻が企業年金の資産に損害を与える場合もあること等の点にも留意すべきである。

■■■ポイント

ア　資産管理機関とは、具体的には信託銀行及び生命保険会社等が該当する。自家運用の場合には、銀行、証券会社等が該当する場合もある。なお、投資顧問会社についても資産管理の観点から関係する場合がある（例：保護預かりの場合の相手先の選任等)。

イ　資産管理機関の経営破綻等については、事前に正確な情報を得ることは難しい場合が少なくないと考えられるが、一般に入手できると考えられる情報等（例えば決算状況、格付け情報等）については概要を把握しておくとともに、必要に応じヒアリングを行い説明を求めるなどの対応を図ることが必要である。

ウ　資産の管理体制については､その内容を把握しておくことが必要である｡具体的には、資産管理機関の特性に応じて後記②ア～オの項目を中心に説明を求めておくことが必要とされている。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、委託先のＢ資産管理機関の倒産に際して、基金（同社）としては手の打ちようがないと自己判断し、資産保全のための善後策の検討等の行動を行わなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）は、運用受託と資産管理が一体である機関の選任において、資産管理体制等について考慮を行わずに選任を行った。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ｂ資産管理機関の財務状況や格付け情報等を確認し、さらに資産の管理体制について十分に説明を求めた上で、信用力の問題はないと判断し、その判断理由に基づき十分検討の上で内部の手続きを踏んでＢ資産管理機関を選任したが、Ｂ資産管理機関が通常では予期し得ない事件に巻き込まれて経営破綻に追い込まれ、基金（同社の企業年金）は損失を被った。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の委託先であるＢ資産管理機関が信用格付け機関から格付けを引き下げられたが、相対比較では特段の劣位にないことや、財務状況等に問題がないこと等を検討した結果、委託を継続することとした。

（ウ）　Ａ基金（Ａ社）では、国内の運用受託機関を通じて海外私募投資信託受益証券に投資をしている。海外での資産管理機関である投信管理会社と保管銀行については、実態面での選択ができないため、契約元の国内の運用受託機関を通じて格付けの確認、経営状況等の情報を毎年定期的に入手している。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）が資産管理を委託しているＢ資産管理機関において、大きな組織改編があったことが報道されたため、年金運用責任者はＢ資産管理機関に対して管理体制の変更の有無、内容について説明を求めた。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、委託先の資産管理機関に管理体制等について定期的に説明を求めるほか、格付けの状況を毎年確認する等、資産管理機関についての定期的な検証を行っている。

②　資産管理を行う機関の選任・契約締結等

（選任の基準、義務の明確化、契約締結の手続、契約上の義務の違反）

■ガイドライン本文

> ② 資産管理を行う機関の選任・契約締結等
> （選任の基準）
> ○　資産管理機関の選任に当たっては、次の点に留意する必要がある。
> ア　資産の分別管理が行われているか。
> イ　資産の売買に伴う受渡し・決済が確実に行われているか。
> ウ　資産の管理に第三者を用いている場合、当該第三者の選任・管理を適切に行っているか。
> エ　資産の管理が保護預かりにより行われている場合、当該資産の管理状況を確認しているか。
> オ　資産の管理を行う部署と運用を行う部署との間に隔壁が設けられているか。
> （義務の明確化）
> ○　資産管理機関と契約を締結するに当たっては、各契約の特性を踏まえ、資産管理機関の義務を明確にしておかなければならない。
> （契約締結の手続）
> ○　資産管理機関との契約は、当該資産管理機関の選任の理由を明らかにした上、基金においては、理事会等基金内部での意思決定手続に従って締結しなければならない。また、事業主が契約を締結する際は、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って締結することが望ましい。
> （契約上の義務の違反）
> ○　年金運用責任者は、資産管理機関が契約上の義務に違反した場合には、当該機関の責任を問わなければならない。

■■趣旨

資産管理機関を選任するに当たっては、信用リスク、資産の保管状況、資産管理体制等について、十分な情報を得て判断することが必要となる。ここでは、資産の保全の観点から、管理内容について一般的に確認が必要と考えられる項目が示されている。

なお、資産管理機関との契約における義務の明確化、契約締結の手続き、契約上の義務の違反が生じた場合の対処については、運用受託機関の場合（67～98 ページ）を参照されたい。

■■■■ポイント

ア　資産管理機関の選任については、運用受託機関の選任の場合と同様、定量評価と資産管理の方針、管理体制等に関する定性評価と合わせた総合評価をすることにより行うことが望ましい。資産管理機関の受託する業務に係る内部統制の保証報告書（日本公認会

計士協会監査･保証実務委員会実務指針第 86 号その他の基準にもとづく報告書をいう）等の保証業務の提供を受けていることを定性評価項目とすることも考えられる。

イ　ガイドラインに記載の全ての項目について確認する必要があるかについては、資産管理機関の性格によって異なる面があることから、実状に応じて判断されるべきである。

ウ　各項目の内容については、実際の管理状況まで確認することが要求されているわけではなく、これらの項目についての資産管理機関の基本的な対応方針や基準、及びそれを実現するための組織体制、事務管理フローの概要等を把握しておくことが必要である。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、Ｂ資産管理機関において有価証券の受渡し・決済において事故が頻発していることを知っていたが、資産管理機関が解決すべき問題であると考え、その内容を確認しないまま放置した。

（イ）　Ａ基金のａ常務理事は、Ｂ資産管理機関の管理内容について、本来なされるべき分別管理がされていない等の資産保全上の問題があるにもかかわらず、管理報酬が低いことのみを選定理由に理事会に諮った。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、資産が保護預かりにより保管されていることを知っていたが、Ｂ運用受託機関が保護預かり先を信用リスクも勘案し、定期的に管理状況をチェックするという方針を事前に確認していたので、資産保全上の問題はないと判断した。

（イ）　Ａ基金のａ常務理事は、資産管理機関の選任に当たって、事務体制や第三者に委託する場合の委託先の選定の基準等について聴取したが、相対比較において差は見られなかったため、運用受託機関としての能力評価の結果に従って委託先を選定すべく理事会に諮った。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では、資産管理機関の選任に当たって、資産の保全及び管理の効率性の確保のため必要と考えられる項目について基金内部（社内）で検討を行い、その判断基準を決定した。その上で各項目について候補先から説明を求め、比較考量を行って委託先を決定した。

（８）運用コンサルタント等の利用

（運用コンサルタント等の利用、運用コンサルタント等の要件、契約内容の明確化、契約締結の手続、契約上の義務の違反）

■ガイドライン本文

（運用コンサルタント等の利用）

○　運用の基本方針、運用のガイドラインや政策的資産構成割合の策定、運用受託機関の選任、運用評価等に関し、必要な場合には、運用コンサルタント等外部の機関に分析・助言を求めることが考えられる。

○　なお、運用受託機関の選任又は運用評価に関する助言の契約を運用受託機関又は運用受託機関と緊密な資本若しくは人的関係にある機関と締結する場合、助言の中立性・公正性の確保に十分留意する必要がある。

（運用コンサルタント等の要件）

○　事業主等が契約を締結する運用コンサルタント等は、金融商品取引法(昭和 23 年法律第 25 号)第 29 条の規定による投資助言・代理業を行う者としての登録を受けている者でなければならない。

○　事業主等は、運用コンサルタント等と契約を締結する際には、当該運用コンサルタント等の運用機関との契約関係の有無を確認しなければならない。

（契約内容の明確化）

○　運用コンサルタント等と契約を締結するに当たっては、事業主等が運用コンサルタント等に助言を求める範囲及び運用コンサルタント等の義務を明確にしておかなければならない。

（契約締結の手続）

○　運用コンサルタント等との契約は、助言を求める理由及び当該運用コンサルタント等の選任の理由を明らかにした上、基金においては理事会等基金内部の意思決定手続に従って締結しなければならない。また、事業主が契約を締結する際は、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適当と認められる意思決定手続に従って契約を締結することが望ましい。

（契約上の義務の違反）

○　年金運用責任者は、運用コンサルタント等が契約上の義務に違反した場合には、運用コンサルタント等の責任を問わなければならない。

■■趣旨

高度化する年金制度運営の中でも、特に資産運用の分野においては、最新の理論や特殊な専門的知識等が要求されることも考えられる。このような場合には、事業主や基金の理事が自らの専門的知識を補完するために外部機関の活用を検討することも有効な選択肢となる。

その場合、外部機関による分析・助言の内容が企業年金の意思決定に大きな影響を与える可能性が高いことから、その選任・管理に当たっては運用受託機関や資産管理機関の場合と同様、十分な注意が必要となる。

また、外部機関のアドバイスが運用商品提供者から独立した中立的な視点に基づくものであるか否かを判断するため、当該外部機関が運用受託機関等との間で緊密な関係（資本関係・役務の提供等の取引関係・人的関係）が存在するか否かに関して開示を求めなければならない。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】
（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準
４．積立金の管理運用業務に関すること
（１）運用の基本方針及び運用指針の策定に当っての留意点
① 運用の基本方針
運用の基本方針の策定・変更に当たっては、「確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号）（以下「法令解釈通知」という。)」及び「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329009 号)」によるほか、必要に応じて運用受託機関とも連絡をとりながら、的確な内容のものとしていく必要があること。
基本方針の作成又は変更に際しては、規則第 84 条の 2 第 1 項に規定する方法により加入者の意見を聞くこと。
② 運用指針
運用指針の策定・変更に当たっては、運用受託機関の考えを聴きながら的確な内容のものとしていく必要があること。
また、運用の基本方針に係る事項についても運用受託機関に提示することが望ましいこと。

■■■■ポイント

ア　運用コンサルタント等外部の機関とは、運用コンサルタント会社のほか、信託銀行や生命保険会社が該当する。また、運用コンサルティング契約において助言を求める内容については、特段の制限はない。ただし、分析・助言の内容が企業年金の意思決定に大きな影響を与える可能性が高いことから、何故、その機関を採用したかなど意思決定の過程を明らかにし、書面で残すことが必要である。

イ　運用コンサルタント等の利用の目的は、事業主や理事の専門的知識の補完のための分析・助言を効率的に得ることであり、最終的な意思決定の主体は企業年金自身であることには十分留意すべきである。

ウ　運用コンサルタント等の選任については、運用受託機関や資産管理機関の場合と同様、定量評価のみならず、運用に対する考え方（運用受託機関における運用哲学に相当）やコンサルティングの体制・運用受託機関との緊密な関係の開示等に関する定性評価を加えた総合評価をすることにより行うことが望ましい。

エ　運用受託機関の選任や運用評価に関する助言については、中立性・公正性の確保に留意すべき場合が考えられる。これは、運用コンサルタント等が、自らの考え方を一方的に企業年金に押しつけたり、資本関係のある運用受託機関を正当な理由もなく有利に取り扱ったりすることのないよう、企業年金自身が客観的な視点でチェックを行うこと、また、そのために企業年金が自らの判断能力を高めておく必要があるということである。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、運用受託機関の選定に当たって運用コンサルタントに助言を求めたが、自身ではその内容をまったく検討しないで、専門家の提案であるということで、コンサルタント案を丸呑みして運用受託機関の採用を諮ってしまった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）はＢ運用受託機関の推薦によりＣ運用コンサルタント会社を採用したが、採用の可否を検討する際の定性評価において、Ｃ運用コンサルタント会社とＢ運用受託機関の関係に関する開示を求めなかった。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金は、Ｂ運用コンサルタント等からの助言をもとに、独自に資産運用委員会、理事会で検討を重ねた上で、Ｂコンサルタント案を採用した。しかし、運用環境が想定とは異なったため、期待した成果が挙がらなかった。

（イ）　Ａ基金は、Ｂ運用受託機関より運用受託機関選定に関する助言を受けたが、その内容が中立的であるかについて理事会等の場で検討を行って、問題がないものと判断をした上で採用した。

ウ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金はＢ運用コンサルタントから運用受託機関選定にかかる助言を受けたが、基金内部に設けた資産運用委員会において、その助言をもとに再度運用受託機関と協議を行う等の自己検証を行った上で、正規の手続きを経て方針を決定した。

（イ）　Ａ基金では、運用受託機関を選定することになり、求める運用受託機関の特性を明確にし、これをもとにＢ運用コンサルタントに運用受託機関候補を複数推薦させた。この提案を受けてＡ基金は、資産運用委員会、理事会で独自に検証を行い、最終的に運用受託機関の採用を決定した。

（９）専門性の確保・向上

（専門性の確保・向上）

■ガイドライン本文

○　事業主等は、管理運用業務を適正に執行する観点から、適切な資質を持った人材（例えば、年金資産運用に関する実務経験を概ね３年以上有している人材、関連する資格や企業年金連合会等が実施する研修受講歴を有している人材等）を計画的に登用・配置・育成することが望ましい。

○　年金運用責任者は、投資理論、資産運用に関する制度、投資対象の資産の内容等の理解、資産運用環境の把握及び専門性の向上（例えば、研修の受講）に努めなければならない。

■■趣旨年金資産運用の成否は、年金制度の健全な制度運営に重大な影響を与える。投資理論や投資商品については日進月歩であり、また、資産運用に関する制度についても規制緩和が図られており、資産運用を取り巻く環境は、急速に変化している。年金資産運用に責任を負う者（事業主及び理事長等）は、これらの把握及び理解に努め、安全かつ効率的な運用を行う必要がある。

資産運用立国実現プランにおいて、確定給付企業年金の運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、研修・情報提供を通じた人材育成等の取組を推進するとされたことを受け、自己研鑽として、投資理論、資産運用に関する制度、投資対象の資産の内容等の理解や資産運用環境の把握に努めなければならないとされていたところ、適切な資質を持った人材を計画的に登用・配置・育成することが望ましい旨の追記と、適切な資質を持った人材についての例示が示されている。

■■■関係法令等

【民法】

第 644 条　受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。

【確定給付企業年金法施行規則】

第 84 条　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。以下この項において同じ。）及び基金は、次に掲げるところにより、積立金の運用を行わなければならない。

一　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めること。

二　当該事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、前号の資産の構成割合の決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めること。

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
第６　積立金の運用に関する事項
３　政策的資産構成割合について
（２）規則第 84 条第 1 項第 2 号及び同条第 2 項第 2 号における政策的資産構成割合の決定に関する「専門的知識及び経験を有する者」とは、当該規約型企業年金又は当該基金等の政策的資産構成割合の決定に従事若しくは関与していた者又はこれらの者と同等の専門的知識及び経験を有する者であること。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】
(別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準
４．積立金の管理運用業務に関すること
（３）運用執行理事について
①　基金は、積立金の管理及び運用に関する業務（以下「管理運用業務」という。）を執行する理事（以下「運用執行理事」という。）を置かなければならないこととされているが、運用執行理事の選出に当たっては、基金の財政状況に精通し、管理運用業務を適正に執行できる者であって基金の業務運営に熱意を有する者を充てること。
　なお、やむを得ない場合は、他の業務の担当理事と兼任して差し支えないが、その場合であっても他の基金の運用執行理事と兼務してはならないこと。

■■■■ポイント

ア　確定給付企業年金に求められる人材とは、運用の基本方針や資産構成割合の決定、運用受託機関や運用コンサルタントの選任、管理等の管理運用業務を適正に執行できる人材であり、運用受託機関等が行う資産運用業務を完遂できる人材の確保を求めているわけではない。

　専門性の確保・向上については、様々な手段が想定されるが、例えば、複数名で管理運用業務を行うことで組織としての人材確保・育成に努めることや、企業年金連合会等が実施する研修を受講することでその専門性を確保していくこと等が考えられる。

イ　企業年金では、運用に従事する担当者は母体企業の人事戦略の下で決められているケースや、他業務と兼務しているケースも少なくないが、こうした人事運用が直ちに否定されるものではない。しかし、それぞれの体制を最大限機能させ、加入者等に利益をもたらすことができる持続的な運営を行うためには、計画的な人員配置や、制度面も熟知した総幹事会社等の外部知見を活用することも考えられる。

ウ　注意義務は、ある地位や職責にあるものに求められる水準の知識に基づいて、十分な注意を職務遂行上払うということである。従って、年金運用責任者は、職務遂行上、その地位にある者として要求される知識（具体的な事例として下記の事項などが考えられ

る）に基づき、十分な注意義務を果たすことが求められる。
（ア）受託者責任の徹底をはじめとする企業年金制度の基本的な考え方の理解
（イ）年金財政に関する理解（資産負債の総合管理の考え方などの理解を含む）
（ウ）企業年金の資産構成、そのリスク・リターン・相関性などに関する基礎知識
（エ）経済及び金融、並びにその動向等に関する基礎知識
（オ）金融市場、証券市場の仕組み（金融法制の理解等を含む）に関する基礎的な理解
（カ）株式や債券などの金融商品に関する基礎知識（価格形成に関する基礎知識を含む）
（キ）年金資産運用を立案､実行､評価､管理するための指標（市場ベンチマークなど）及び分析手法の理解
（ク）年金運用商品として提供される商品等に関する知識及びその仕組み等に関する理解

なお、年金運用責任者以外の年金制度運営に携わる全ての理事等においても、その勤務形態や職責の内容に応じ、これらの知識等を理解しておくことが望ましい。

ウ　年金運用責任者は､自身の知識水準が管理運用業務に精通している者に要求される水準に不足しているような場合には､研修の受講や運用関連セミナーへの参加等により研鑽を積むことで自身の知識水準を向上させることに努め､資産運用管理業務の遂行に当たる必要がある。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、資産管理運用業務に関する知識が不足していることを自ら認識していたが、研修の受講等による知識習得の努力を怠り、また専門家の助言を求めたりすることなく業務を行っている。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、運用受託機関のディスクロージャーを定期的にチェックし、不明な点があれば当該運用受託機関に説明を求めて、可能な限り運用実態を詳細に把握するよう努力している。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は、企業年金連合会や年金関連団体の主催する研修会に時間の許す限り参加し、常に最新の情報を入手することに努めている。

（１０）利益相反

①　事業主の法令上の禁止行為等

（禁止行為、禁止行為の例、加入者等以外の第三者、特定の方法の指図、特別な利益の提供）

②　理事の法令上の禁止行為等

（禁止行為、禁止行為の例）

■ガイドライン本文

① 事業主の法令上の禁止行為等

（禁止行為）

○　事業主は、次の行為をしてはならない（法第 69 条及び規則第 86 条参照）。

ア　自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること。

イ　積立金の運用に関し特定の方法を指図すること。

ウ　特別な利益の提供を受けて契約を締結すること。

（加入者等以外の第三者）

○　「加入者等以外の第三者」としては、例えば、事業主の取引先、事業主の親族や当該確定給付企業年金を実施する厚生年金適用事業所の役員等が考えられる。

（特定の方法の指図）

○　「特定の方法を指図すること」としては、例えば、事業主が、自家運用を行うことや投資一任契約を締結せずに運用方法を特定する信託の契約を締結すること等が考えられる。

（特別な利益の提供）

○　「特別な利益の提供」とは、一般の人や一般の場合と比較して有利な条件で与えられる利益又は一般の人には与えられない特恵的若しくは独占的利益の提供をいい、例えば、金銭の提供、有利な条件による物品等の譲渡、貸付その他信用の供与又は役務の提供等がこれに該当すると考えられる。

② 理事の法令上の禁止行為等

（禁止行為）

○　理事は、次の行為をしてはならない（法第 70 条参照）。

ア　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、基金資産運用契約を基金に締結させること。

イ　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特定の方法を指図すること。

（禁止行為の例）

ア　自家運用を行う場合において、自己又は基金以外の第三者の利益を図る目的で、自己又は自己と利害関係のある者の有する有価証券を自家運用に係る資産で買い取る

こと。特定信託契約（令第 44 条第 1 号ニ又は同条第 2 号へに規定する運用方法を特定する信託の契約をいう。以下同じ。）を締結している場合には、この旨を信託銀行に指図すること。

イ　自家運用を行う場合において、自己又は基金以外の第三者の利益を図る目的で、自己又は自己と利害関係のある者に対し、自家運用に係る有価証券を売り渡すこと。特定信託契約を締結している場合には、この旨を信託銀行に指図すること。

（注）「自己と利害関係のある者」としては、例えば、理事の親族、基金型事業主及びその役員等が考えられる。

■■趣旨

事業主・基金の理事が管理運用業務の意思決定・執行を行う場合の基本的な考え方は、加入者等のため忠実にその職務を執行しなければならず、加入者等の利益を犠牲にして、自己や第三者の利益を図ってはならないというものである。

また、基金において、自家運用を行う場合に、理事本人または理事と利害関係のある者と、自家運用に係る資産の間で、自己または基金以外の第三者の利益を図る目的で、有価証券の取引を行うことは、取引の相手方となる基金が不利益を被るおそれが極めて強いことから禁止される。

「特別な利益を受けて契約を締結すること」は、積立金の管理運用業務の遂行において事業主が自己の利益を図るものであり、加入者等の不利益を招く可能性が極めて高いことから、法令で具体的にこれを禁止している。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

（事業主の行為準則）

第 69 条　事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

２　事業主は、次に掲げる行為をしてはならない。

一　自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること。

二　積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

２　基金の理事は、次に掲げる行為をしてはならない。

一　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、第 66 条第 1 項、第 2 項、第 4 項及び第 5 項に規定する契約（以下「基金資産運用契約」という。）を締結すること。

二　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特

定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

3　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

4　基金は、この条の規定に違反した理事を、規約で定めるところにより、代議員会の議決を経て、交代させることができる。

【確定給付企業年金法施行規則】

（事業主の禁止行為）

第 86 条　法第 69 条第 2 項第 2 号の厚生労働省令で定める行為は、特別な利益の提供を受けて契約を締結することとする。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329003 号・年運発第 0329002 号）】

（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

４．積立金の管理運用業務に関すること

（４）基金の積立金の自家運用について

③　令第 44 条第 2 号に掲げる運用方法に伴う積立金の管理について

基金は、令第 44 条第 2 号イ又はヘ（1）に掲げる有価証券の売買により運用する場合には、同一の会社の発行する社債の合計額は、同条第 2 号に係る運用資産額全体の 10%以下となるよう運用すること。

■■■■ポイント

ア　「自己又は加入者等以外の第三者」は、事業主の取引先、事業主が個人事業主の場合はその親族や、当該確定給付企業年金を実施する厚生年金適用事業所の役員等が含まれるが、これらの者に限定されない。

イ　基金の場合、「自己又は当該基金以外の第三者」は、理事の親族、事業主（母体企業）及びその役員等が当然含まれると考えられるが、これらの者に限定されない。

・理事本人、理事の家族が役員を務める会社

・母体企業と取引のある企業や金融機関

ウ　近年、欧米諸国や我が国の金融行政方針等においても加入者等保護の観点から「フィデューシャリー・デューティー」が強調され、利益相反に対して厳しい目が向けられているといった環境変化に留意する必要がある。アセットオーナー・プリンシプルにおいても、「アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めることとする。」とされている。

エ　法令違反となるには「利益を図る目的」の認定が必要となる。特定の運用受託機関を採用するよう依頼を受けている場合に、事業主または基金の理事本人等が特別な利益を受けていると、自己または第三者の利益を図る目的があったと認定される可能性が高い。なお、目的の認定には、取引条件などが考慮されることになろうが、それに限定されない。具体的には判例などによることになると考えられる。

オ　「契約を締結すること」とは、新たに契約を結ぶ場合の他に、既存契約を継続する場合も含まれると考えられる。

　なお、結果として契約が締結されなかったとしても、特別な利益の提供を受けて契約締結を検討することは、忠実義務に違反するおそれがあり、注意が必要である。

カ　「特別の利益の提供を受けて締結された契約」は、事業主と加入者等の利益相反を招きやすく、加入者等が不利益を被る可能性が高いため、仮に契約内容が他の契約と比べて加入者等にとって不利でない場合でも禁止される。

キ　特別な利益には、一般儀礼的なものは含まない。

ク　法令違反に該当するには損失の発生を要件としない。直ちに加入者等の損失が判定しがたい場合でも、自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって行われた利害関係者との取引は、加入者等が不利益を被る可能性が高いためである。

ケ　有価証券の買取り、売渡しには、有価証券の交換も含むと考えられる。

コ　金融機関等を介在させて、間接的に利害関係者等の保有する有価証券の買取り、もしくは利害関係者等への有価証券の売渡しが行われた場合、理事本人や第三者の利益を図る目的があれば、本規定との関係からして忠実義務違反となる。

■■■■■想定事例

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　確定給付企業年金を実施しているＡ社は、自社のメインバンクであるＢ運用受託機関から企業年金の資産運用の受託機関と選任するよう依頼され、選任しないときには自社の借入条件等が悪化する懸念を生じたためにＢ運用受託機関を採用した。

（イ）　Ａ企業年金基金のａ理事は、Ｂ運用受託機関から基金の資産運用の受託機関とするよう依頼され、金品を受けてＢ運用受託機関を採用した。

（ウ）　Ａ基金のａ理事は、自己保有の不動産を市場価格より高い価格で購入してもらう約束で、Ｂ運用受託機関のシェアを大幅にアップするよう他の理事に働きかけた。

（エ）　Ａ基金のａ理事は、自己が役員を務める会社の保有する債券を市場価格よりも高い価格で、Ａ基金の自家運用に係る資産で買い取らせた。

（オ）　Ａ基金のａ理事は、母体企業であるＢ金融機関の証券子会社Ｃ社からの依頼を受けて自家運用にかかる資産で取引を開始した。Ａ基金では発注方法などを特に定めていない中で、ａ理事は条件にかかわらず一定割合の取引をＣ社に発注するように信託銀行に指図をした。

（カ）　Ａ基金のａ理事は、母体企業の発行する社債を自家運用による年金資産で購入した。Ａ基金では一発行会社あたりの社債購入額の上限は設けておらず、同社の社債が自家運用資産のかなりの部分を占めるようになった。

＊この事例はガイドライン本文の禁止行為とは直接関係は無いが、年金資産の分散投資効果を犠牲にすることで、結果的に母体企業の資金調達を容易にしたと考える余地がある。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　Ｂ運用受託機関と契約を締結したＡ基金のａ理事は、Ｂ運用受託機関とかねてから個人的な取引関係にあった。しかし、その取引は通常の条件で行われており特段便宜を図ってもらっているものではなく、またａ理事は自分やＢ運用受託機関の利益を図る意図はなく、適切な評価に基づいて代議員会の議決を経てＢ運用受託機関と契約を締結したものであった。

（イ）　Ａ基金のａ理事は、基金の母体企業であるＢ銀行から債券を自家運用に係る資産で購入した。ただし、当該債券の購入に際しては複数の金融機関に価格を確認し、Ａ基金に最も有利な条件を提示したＢ銀行からの購入に至ったものである。

③　忠実義務違反のおそれがある行為

■ガイドライン本文

③ 忠実義務違反のおそれがある行為

○　下記の a、b 及び c の条件を満たすことなく、例えば、理事等がア、イ、ウ等の行為を行う場合には、忠実義務違反を生じるおそれがあることに留意する必要がある。

a　運用受託機関と積立金の管理及び運用に関する契約を締結することにつき、当該運用受託機関の適正な評価を行った結果である等合理的な理由があること。

b　事業主等が締結する契約の条件が、通常の契約の条件に比べ加入者等又は基金にとって不利なものでないこと。

c　運用受託機関に対する指示や指図が加入者等又は基金に不利益をもたらすものでないこと。

ア　事業主又は基金型事業主と運用受託機関（運用受託機関と緊密な資本又は人的関係のある会社を含む。）との間に緊密な資本関係、取引関係又は人的関係がある場合において、事業主自らが当該運用受託機関との間で資産管理運用契約を締結すること、又は基金型事業主が基金をして当該運用受託機関との間で基金資産運用契約を締結させること。

イ　基金における自家運用の場合において、特定信託契約を締結している信託銀行に対し、基金型事業主又は基金型事業主と緊密な資本若しくは人的関係のある会社（以下「関係会社」という。）が発行する有価証券を購入するよう、指図すること。

ウ　理事が、運用受託機関に対し、基金型事業主又は関係会社である証券会社等と有価証券の売買を行ったり、これに売買の委託を行うよう、指示すること。

■■趣旨

総論で既述のとおり、利益相反行為のうち忠実義務違反のおそれが極めて高いものについては、法政策的に「法令上の禁止行為」として一律禁止している。

他方で、利益相反行為ではあるが直ちに忠実義務違反とまでは言い切れないため、法政策上も禁止していない行為がある。こうした行為の中にも相当程度忠実義務違反のおそれが強く、違反を回避するため一定の条件を充たすべきと考えられる「利益相反行為」がある。

ガイドライン本文では、このような「利益相反行為」になるおそれがあるものとして、①運用受託機関との契約につき、適正な評価を行った結果等合理的な理由があること、②契約条件(注)が加入者等又は基金にとって通常の契約と比べて不利なものでないこと、③運用受託機関に対する指示や指図が加入者等又は基金にとって不利益をもたらすものではないことの３つの条件を満たさないで、事業主と密接な関係にある運用受託機関や関係会社との間で契約の締結を行う場合等の行為を「ア」「イ」「ウ」にて例示している。これらの行為は直ちに忠実義務違反というわけではないが、そのおそれがあるという注意を喚起

している。

（注）契約条件を検討する際には提供されるサービスの内容とその対価（手数料・報酬）の両方について検討しなければならない

例えば、事業主と運用受託機関との間で「緊密な資本関係、取引関係又は人的関係」が存在した場合、運用受託機関の採用やシェア変更、もしくは報酬改定等に当たって、運用受託機関が明示的に事業主の意思決定に影響力を行使するようなことはないとしても、事業主自身が運用受託機関や関係会社との関係そのものに配慮したり、運用受託機関等の意向を考慮したりして、企業年金運営の意思決定に対して明示的もしくは黙示的に介入するようなケースが想定され、これらが行われると加入者等が不利益を受ける可能性が高いことから、適正な評価と契約条件の公正性及び指図等の正当性の 3 条件を満たさない限り、忠実義務違反のおそれがある行為とされているものである。また、事業主が直接的に介入しなくとも、基金の理事自身がそうした事業主の意向を考慮して忠実義務違反のおそれがある行動とるケースも考えられる。

○受託機関選定のケース（ガイドライン「ア」の事例）

ア　運用受託機関の選定に際して、その選定が「能力」本位ではなく「事業主との関係」本位で進められると、この結果、運用能力や資産管理能力・手数料や報酬水準の面でベストとは言えない運用受託機関等と契約を締結する可能性が高まる。これでは「安全かつ効率的な資産運用」ひいては「加入者等の受給権の保護」を確保することにはつながらない。場合によってはこれらの目的を害することにもなりかねない。

このため、ガイドラインでは、こうしたケースに警告を与え加入者等の利益を守るべく、敢えて「ア」の事例（行為の特徴）を明示することとした。なお、同様の趣旨から、ガイドラインの中に「基金型事業主への注意喚起」の項目も設定されている。

イ　一方、ガイドラインの「ア」の事例を一律に「忠実義務違反のおそれがある行為」とした（外形主義をとった）場合、どれほど高い運用能力を持っていようと事業主と取引があるというだけで、運用受託機関として採用できなくなりかねない。

このため、「適正な評価」を行った結果、優秀な運用受託機関と判断され、かつ契約条件も公正であれば、たとえその運用受託機関が事業主と緊密な関係があったとしても「忠実義務違反」を回避し採用することが可能になる旨が規定されている。

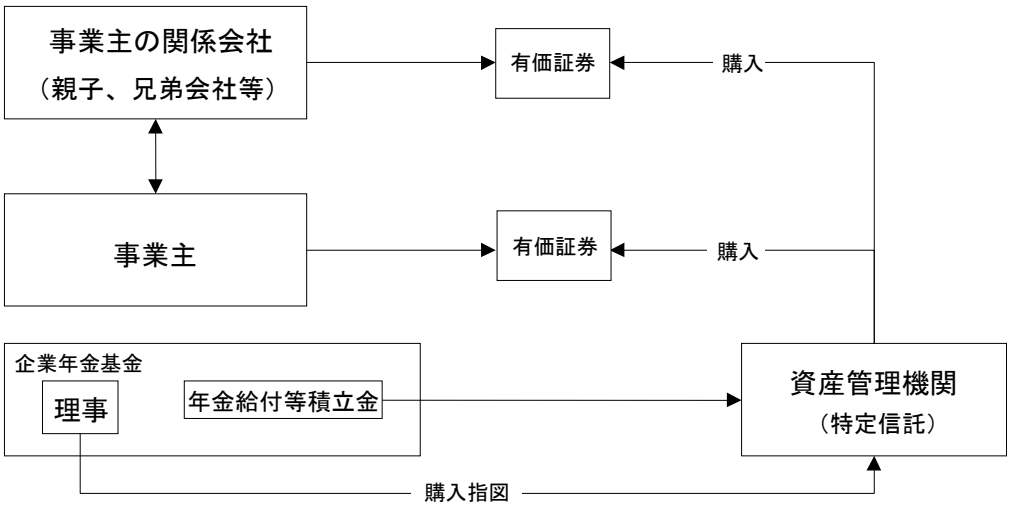
○自家運用における関係会社発行証券購入のケース（ガイドライン「イ」の事例）

ア　基金が自家運用を行う場合は、当然忠実義務に沿った運用を行わなければならず、基金以外の利益を優先した資産運用を行ってはならない。

ガイドラインでは、基金の資金で事業主の関連会社（関係会社）が発行する有価証券を購入することが、忠実義務違反になることがあると指摘している。特に関係会社

の経営状況や信用状態に問題があり、株価の下落が予想されたり元利の返済が難しいと予想されるような場合、このような有価証券を基金が購入すると、基金の資産に損失が発生するおそれが高くなる。そのような関係会社は、競争的な市場における資金の調達が難しいはずである。そこで、影響力を行使し得る企業グループ内の基金の資金を流用するかたちで資金調達を実施する恐れがあると考えられるが、その結果として基金の資産が危険にさらされることになるのである。

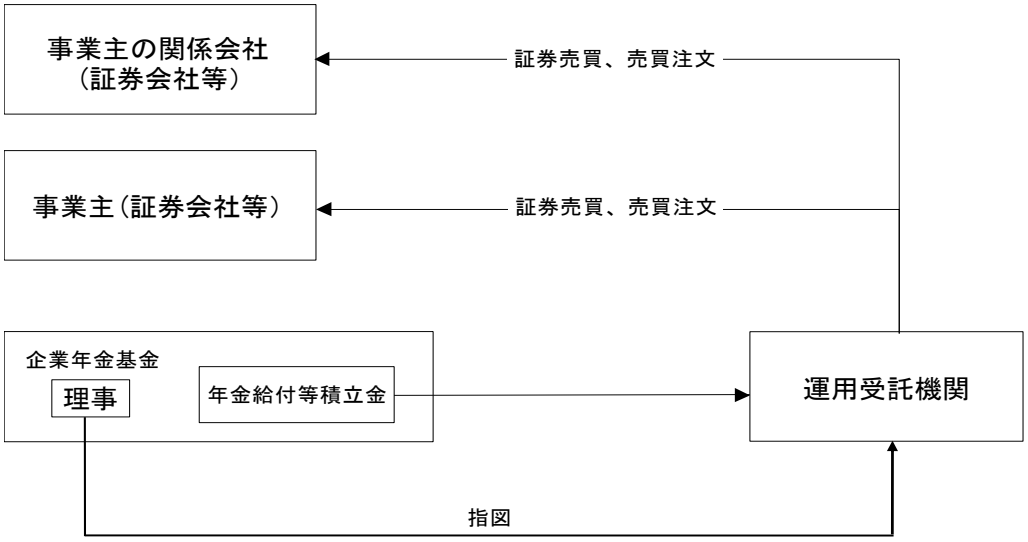
イ　このように関係会社の資金調達を容易にするため、買い支えを行うような形で関係会社発行の有価証券を購入する場合、忠実義務違反のおそれがあることは確かであるが、当該有価証券のリスク・リターンを検討した上で、基金のポートフォリオに組み入れることが有効と判断し、適正な市場価格で購入するなど合理的な理由及び方法による投資活動であれば、忠実義務違反のおそれはないと考えられる。つまり、自家運用において関係会社の発行する有価証券を購入する場合には、その有価証券の投資価値について適正な評価を行うことが求められるのである。運用受託機関選択に当たっては適正な評価を行うべきであると指摘されていることと同じく、運用対象の有価証券選択でも投資判断の適正性が求められており、売買価格等の契約条件が公正性であることを必須としているのである。



○関係会社との取引指示または発注指図のケース（ガイドライン「ウ」の事例）

ア　理事が運用受託機関に対し、事業主または事業主と緊密な資本若しくは人的関係のある会社（関係会社）たる特定の証券会社や銀行と有価証券の売買を行うよう指図する場合、売買価格や手数料等が基金にとって不利であるならば、特定の証券会社等の利益を図ることになり、忠実義務違反のおそれを生じさせることになる。

イ　しかし、これも当該売買注文の執行条件について、適正な評価を行い、手数料等の契約条件が公正であれば、忠実義務違反のおそれはないと考えられる。



■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

第 23 条　基金と理事長（前条第 1 項の規定により理事長の職務を代理し、又はその職務を行う者を含む。以下この条において同じ。）との利益が相反する事項については、理事長は、代表権を有しない。この場合においては、監事が基金を代表する。

第 69 条　事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

２　事業主は、次に掲げる行為をしてはならない。

一　自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること。

二　積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

２　基金の理事は、次に掲げる行為をしてはならない。

一　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、第 66 条第 1 項、第 2 項、第 4 項及び第 5 項に規定する契約（以下「基金資産運用契約」という。）を締結すること。

二　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

３　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

４　基金は、この条の規定に違反した理事を、規約で定めるところにより、代議員会の議決を経て、交代させることができる。

【確定給付企業年金法施行規則】

（事業主の禁止行為）

第 86 条　法第 69 条第 2 項第 2 号の厚生労働省令で定める行為は、特別な利益の提供を受けて契約を締結することとする。

【アセットオーナー・プリンシプル】

補充原則

３－３　アセットオーナーは、運用委託先の選定に当たっては、運用目的・運用目標の達成に資する観点から判断すべきである。

その際、１つの金融機関等のみに運用を委託することは、効率性の観点から必ずしも否定されるものではないが、従来から委託している金融機関等であることや、選択している運用方法であるという理由のみで同じ金融機関等を選定し続けるべきでない。また、自らや資金拠出者等と、運用委託先及びそのグループ金融機関との取引関係がある場合、運用目的・運用目標に反していないか、適切に利益相反管理を行うべきである。

また、運用委託先への報酬を検討するに当たっては、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきである。

■■■■ポイント

ア　留意すべき「行為」の要件について

（ア）　ガイドラインでは、事業主と緊密な関係にある運用受託機関・有価証券発行会社または証券売買の相手方との契約や取引を利益相反のおそれがあるものとして注意を促している。緊密な関係とは、「緊密な資本関係」「緊密な取引関係」「緊密な人的関係」を指すが、「緊密」の定義は、法令やガイドラインに数値的な形式基準が示されていないこと、並びに、趣旨で述べた経緯・観点からすれば、明示的・黙示的を問わず、その関係を通じて運用受託機関等が事業主の意思決定に実質的な影響を及ぼし得るような程度という実質的な基準を採らざるを得ない。

当然のことながら、それぞれ「資本関係」、「取引関係」、「人的関係」単独では「緊密」という程の影響力が生じなくとも、これらの「関係」が複合することによって「緊密な関係」となることはあり得る。そうしたことからも「緊密」の解釈については実質的な基準を採らざるを得ない。

実質的な基準を採る場合、「緊密」か否かの判断（解釈）が難しいが、ガイドライン上の２つの条件は注意義務の観点からも常にクリアされるべき条件であり、実際問題として「忠実義務違反のおそれがある行為か否か」という観点だけから「緊密」の解釈に悩むケースは少ないと考えられる。

なお、それぞれの関係を例示すると次のようなものが考えられる。

・「資本関係」…株式の保有
・「取引関係」…事業資金の融資、証券発行による資金調達等
・「人的関係」…役員の派遣

（イ）　運用受託機関等との間で「緊密な資本又は人的関係」のある会社とは、一般的には、運用受託機関等の親会社、子会社、兄弟会社等（以下「親会社等」という。）を指すが、その基準としては「緊密な資本関係、取引関係又は人的関係」と同様に実質的な基準で判断せざるを得ないことになる。

なお、親子関係等の「緊密な関係」の具体的判断に当たっては、明示的・黙示的を問わず、「親会社等」が自らの影響力を行使してまでも、採用、シェアアップ等を働き掛けたいとするような程度関係、もしくは、事業主をして「親会社等」がそのような意向をもっていると考慮させるような関係という実質的な基準を採ることになる。

（ウ）　ガイドラインでは、「運用受託機関の選定」「発行有価証券の購入」「有価証券売買

の指示・発注指図」が留意すべき行為として挙げられているが、これ以外にも以下に掲げるような事例が類似の問題になることに留意する必要がある。

・契約内容の変更（掛金の払込割合の変更、資産の移受管、給付負担割合の変更、運用報酬等その他の契約条件の変更）
・運用コンサルタント等の選定（契約の締結）、変更（契約内容の変更）等

（エ）　なお、アセットオーナー・プリンシプル補充原則３－３においても、「自らや資金拠出者等と、運用委託先及びそのグループ金融機関との取引関係がある場合、運用目的・運用目標に反していないか、適切に利益相反管理を行うべきである。」とされている。

イ　忠実義務違反回避のための手段（a、b 及び c の要件充足）について

（ア）　適正な評価（要件 a）

適正な評価としては、具体的な評価手法としての「注意義務」の視点の他に、「忠実義務」の視点からは、中立・公正な立場での評価を心がける必要がある。

具体的な中立性・公正性を担保する手段としては、以下のような例示が考えられる。ただし、これらはあくまで例示でしかなく、行為者自身の姿勢が重要である。

・第三者評価機関の利用（ただし、必須ではない。）
・資産運用委員会の設置(注)と複数の評価者による評価
・理事会・代議員会における評価・決定に際して、「忠実義務違反のおそれ」がないかどうかの注意喚起
・基金の利益と反する可能性のある個人的利益を有する理事の審議への不参加
・評価基準の事前決定・文書化と事前公開
・評価プロセスと判断材料の文書化と事後的公開
・新規採用の際の候補者集団の一定規模の確保

なお、適正な評価の他に合理的な理由としては、政策アセット・ミクスを変更した結果、運用受託機関のシェア変更を行う場合が考えられる。

（注）直近 3 カ年の決算のうち少なくとも 2 カ年において、「積立金（純資産）の額が 100 億円以上であること」又は「責任準備金の額又は最低積立基準額のいずれか低い額が 100 億円以上であること」のいずれかに該当する場合は資産運用委員会の設置が義務付けられている。上記要件に該当しない場合は設置義務はないが、設置が推奨されている。

（イ）　公正な運用条件と不利（不公正）な運用条件（要件 b）

運用条件の有利不利を判断する為の視点として、提供されるサービスとコスト負

担との兼ね合いや責任分担（免責規定の存在とその内容）等について、以下のようなチェックを行う必要がある。

・市場との比較

・当該契約先の他の顧客の運用条件との比較

（ウ）　運用受託機関に対する指示や指図の適切性(要件 c)

運用受託機関に対する指示や指図が加入者等又は基金に不利益をもたらすものでないか、吟味する必要がある。他の取引機会との条件比較は不可欠であると考えられる。

（エ）　要件充足の判断基準

主として「注意義務」の問題となるが、プロセス責任の観点から以下の点について判断する必要がある。

・評価や選択理由が、契約締結の時点や状況で適正と考えられること。

・運用条件が、契約締結の時点で不利な条件とは判断されなかったこと。(注)

基金の利益と事業主の利益の関係については、基金の利益を犠牲にしない限りにおいて、事業主の利益を勘案することは許される。即ち、運用委託先の検討に当たり、2 つの運用受託機関等（一方を事業主と緊密な資本関係にある会社A、他方を事業主と無関係な会社Bとする。）があった場合、2 つの運用受託機関等の運用評価が全く同一であるときには、どちらを選択しても基金の利益を犠牲にすることにはならないため、事業主の利益に配慮してA社を選任しても「忠実義務違反」には問われない。

（注）契約締結時点から期間の経過とともに、新たな運用条件の商品が販売されることが考えられるため、注意義務の観点から、運用商品の定期的な再評価ルールを制定しておくことが望ましい。

加入者等にとっての「有利・不利」の判断基準については、直接的な利益に限定され、付随的な効果（「風が吹けば桶屋が儲かる」的な効果…ex. 母体企業と取引のある金融機関を使えば、母体企業の資金調達が円滑になり、ひいては母体の業績も上がって掛金負担能力も上がる）や非経済的効果（前述の掛金負担能力の向上等）は比較判断の対象外である。

ウ　ガイドライン「ウ」についての留意点

（ア）　売買価格が不利である場合

有価証券は証券市場で取引されるだけでなく、証券会社等の店頭で売買されることも多い。特に債券の取引は、そのほとんどが店頭で行われる。その場合、市場での価格が参考にされることはあっても、恣意的価格付けが行われる可能性を完全に排除す

ることはできない。価格付け次第では、売買の一方が不利益を被り、他方が不当な利益を得ることも考えられる。これを意図的に行えば、利益の付け替えが可能になる。

（イ）　手数料等が不利である場合

有価証券の売買に伴うコストの一つである証券売買委託手数料は自由化されている。手数料が同一でなく、投資情報の提供等他のサービスが同じである場合には、手数料の低い証券会社等へ委託することが必要になる。

（ウ）　取引技術等に差がある場合

有価証券の売買においては、マーケット･インパクト等のコストも無視できない。たとえば株式を売却することにより、市場における需要と供給の均衡が一時的に崩れ、売却価格を引き下げてしまうことがある。マーケット・インパクトは市場における売買の技術と無関係ではなく、こうした取引技術の差にも注意を払う必要がある。

（エ）　運用受託機関に対し、事業主または関係会社である証券会社等と有価証券の売買を行ったり、これに売買の委託を行うよう、指示する場合には、まず証券会社等の取引条件、執行能力及び投資情報等の提供等の価値を中立・公正な立場から精査することが必要である。その際には、当該業者の過去における実績が参考にされることはもちろんのこと、証券市場の投資環境に関する情報をも考慮に入れることが望ましい。単に手数料等が関係会社外に流出することを回避するために関係会社へ売買委託することには厳に慎まなければならない。

（オ）　有価証券の適正な評価

有価証券の発行は企業にとっては事業展開に役立てる資金を調達する手段であるが、それには当然コストもかかる。社債であれば、約定の金利を支払い、あらかじめ定められた期日に定められた元本を償還しなければならない。株式であっても、株主へ配当や値上がり益をもたらすことが期待されている。こうした資金調達コストは業績が振るわず、信用状態の劣る企業ほど高く要求される。これをリスク・プレミアムという。本来高いリスク・プレミアムが要求される企業が発行する有価証券を不適切な条件で企業年金が購入することは、加入者等の利益に反するものである。事業主と密接な繋がりを持つ企業（関係会社）の取引関係や資本関係等に配慮して、値上がりを期待できない株式や、本来の利回りよりも不当に低い利率の社債を基金の資産に組み込むことは、企業年金からその関係会社企業への利益の提供となるおそれがある。関係会社にとっては、企業年金を利用して低コストで資金を調達するのと同じだからである。本来なら資金調達においてリスク・プレミアムを負担すべきなのに身内の企業年金の資金から低コストで調達することは、関係会社に

とっては都合のいいことであろうが、企業年金の受託者の忠実義務に反するおそれがあるため、ガイドラインは事例を示して注意を促している。

忠実義務違反を回避するには、有価証券の評価を適正に行うことが必要である。リターンとリスクを中立・公正な立場から評価する姿勢が求められる。その際には、当該有価証券の市場における価格が参考にされることはもちろんのこと、他の投資家のその企業に対する評価も考慮に入れることが望ましい。市場の資金需要に裏打ちされた条件を検討し、その他の投資機会の方が有利であるならば、関係会社の発行する有価証券への投資には慎重にならなければならない。

■■■■■想定事例

○ガイドライン「ア」のケースについて

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事長（母体企業の人事部長）は、シェア変更に際して、母体企業の財務担当役員のｂから、母体の筆頭株主であるＣ運用受託機関の参入を要請された。既にシェア変更（案）は策定済であり、理事会・代議員会の日程から、改めてＣ運用受託機関の提案を検討する時間はなかった。このため、策定済のシェア変更（案）から各社のシェアを一律 1%削る形でＣ運用受託機関を参入させることとした。

＊事業主と運用受託機関との間に、上記のような資本関係がある場合には、もっぱら加入者等の利益を考慮して、基金が適正な評価を行い、かつ契約条件が基金にとって不利でないかどうか検討し、その上でＣ運用受託機関採用の決定をすべきである。この例は、事業主と運用受託機関との間に資本関係がある場合であるが、事業主と運用受託機関との間に取引関係（人的関係も）がある場合や、事業主と取引関係（人的関係も）のある会社の子会社や親会社等が運用受託機関である場合も同様に留意する必要がある。

（イ）　適正な評価等の合理的な理由がないにもかかわらず、Ａ基金のａ理事長は自分が社外取締役をしている（または、ａ理事長の親族ｂが当該基金に対する営業窓口の担当課長をしている）Ｃ運用受託機関との間で、当該基金の積立金の管理及び運用に関する契約を締結させるように画策した。

＊適正な評価等の合理的な理由がない場合は、（ア）と同様に、緊密な関係にある運用受託機関との契約は「忠実義務」違反のおそれがあると考えられる。

なお、ａ理事長は、Ｃ運用受託機関の社外取締役をしており、社外取締役として当該基金と契約を締結することが利益を得る立場にあるが、基金は、Ｃ運用受託機関が他の運用受託機関と比べて適正な評価結果や契約条件が劣っている場合には不利益を受ける立場にある。このような基金と理事長との利益が相反する場合、確定給付企業年金法第 23 条において、理事長は代表権を有せず、

監事が基金を代表するとされている。

（ウ）　Ａ基金のａ１理事長とａ２常務理事（Ａ社）は、シェア変更に際し、適正な評価等の合理的な理由がないにもかかわらず、母体企業（Ａ社）に対する融資シェアの伸びていたＢ運用受託機関の掛金シェアをアップさせる案を理事会に諮った（掛金シェアをアップさせた）。

＊緊密な関係にある運用受託機関に関する契約内容の変更（本例はシェア変更）についても、（ア）と同様に、適正な評価等の合理的な理由がない場合は、「忠実義務」違反のおそれがあると考えられる。

（エ）　Ａ基金のａ常務理事（Ａ社）は、適正な評価等の合理的な理由がないにもかかわらず、母体企業（Ａ社）との融資取引関係が切れたＢ運用受託機関との間の「基金の積立金の管理及び運用に関する契約」を解除させる案を理事会に諮った（解除した）。

（オ）　Ａ基金において運用評価上、母体企業（Ａ社）と緊密な資本関係にあるＢ運用受託機関は他の運用受託機関よりも劣っていた。しかしａ理事長（Ａ社）は、運用の基本方針や予算書の策定に当たって多大な援助をしてくれたことを理由として、Ｂ運用受託機関との間で、基金の積立金の管理及び運用に関する契約を締結させる案を理事会に諮った（締結した）。

（カ）　Ａ基金の理事会に事務局が提出した、適正な運用評価に基づくシェア変更案の内容は、同基金の有力理事が社長を務めるＢ社と同一企業グループに属するＣ運用受託機関が不利になるものであった。このため理事会では、この案を無視し、Ｃ運用受託機関が不利にならない事業所募集実績を基にシェア変更を決定した。

＊本例も、緊密な関係にあるＣ運用受託機関に対して、適正な評価等の合理的な理由がないので、「忠実義務」違反のおそれがあると考えられる。

（キ）　Ａ基金では、3 年毎に資産別に時間加重収益率（3 年間の平均値等）を使って各運用受託機関を評価する旨理事会で決定し、運用の基本方針にも明記していた。シェア変更の検討に際し、前回事業主との緊密な関係から採用したＢ運用受託機関の過去 3 年間の資産別運用パフォーマンスが低迷していた。幸い過去 2 年間の運用受託機関別で見た時間加重収益率についてはＢ運用受託機関も好調であったため、急遽定量評価における評価基準を過去 2 年間の運用受託機関別時間加重収益率（2 年間の平均値等）に変更し、それに基づきＢ運用受託機関の掛金シェアをアップした。

＊忠実義務の視点からは、中立・公正な立場での評価を心がけるべきである。評価基準については、事前に決定し正当な理由なく変更すべきではない。

（ク）　Ａ基金（Ａ社）は、たまたま母体企業（Ａ社）と緊密な資本関係・取引関係を有するＢ運用受託機関を適正な運用評価に基づき選定した。ところが、ａ理事長（Ａ社）がＢ運用受託機関との契約書案をチェックすると、一般的なバランス型運用にもかかわらず、その報酬率は同様の運用スタイルを委託しているＣ運用受託機関の報酬率よりも著しく高く、基金（Ａ社）にとって不利なものであった。しかし母体企業（Ａ社）との関係に配慮しそのまま契約した。

＊緊密な関係にある運用受託機関を採用する場合には、適正な評価等の合理的な理由の他に、契約条件にも留意すべきである。

（ケ）　Ａ基金のａ常務理事は、母体企業への貸出条件が他の信託銀行に比べて有利なＢ信託銀行を、運用能力評価では他の信託銀行と比べると劣後しているにもかかわらず、基金の資産運用に大きなマイナスの影響を及ぼすことはないと判断し、バランス型の運用受託機関として、新たに採用するよう他の理事に働きかけ、契約を締結した。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　Ａ社では、シェア変更に際し、新たに株式特化型の運用受託機関を採用すべく定性・定量両面から選考を進めてきた。最終的にＢ（Ａ社の系列会社）、Ｃの２運用受託機関が残り、社内で検討したが甲乙つけがたかった。このため、Ａ社はＢ運用受託機関を採用することとした。

（イ）　総合型のＡ基金では、シェア変更に際し、新たに株式特化型の運用受託機関を採用すべく定性・定量両面から選考を進めてきた。最終的にＢ、Ｃの２運用受託機関が残り理事会で討議したが、甲乙つけがたかった。このため、基金にとっては財政も重要であることを勘案、事業所の募集活動に協力してくれるＢ運用受託機関を採用することとした。Ｂ運用受託機関は、たまたまＡ基金の有力事業主であるＤの筆頭株主でもあった。

（ウ）　Ａ基金において適正な評価の結果として、国内債券の特化型運用についてＢ、Ｃ、Ｄの３運用受託機関が最終リストに残ったが、報酬水準も含め各社とも一長一短があり資産運用委員会では評価は同列とされ決定できなかった。このため、理事会では評価が同列ならば母体企業の筆頭株主であるＢ運用受託機関を採用することとした。

（エ）　Ａ基金のａ理事長は、基金をしてＢ運用受託機関との間で、定量評価及び定性評

価の総合評価が高いことを理由として契約の締結を理事会に諮った。ただし、Ｂ運用受託機関には、たまたまａ理事長の親族が勤めているが、当該親族の存在は契約締結の推薦に当たって考慮されたわけではなかった。

（オ）　Ａ基金では年金 ALM の実施を契機として、トップダウン・アプローチ（＊1）による運用受託機関選択を実施することとなった。ａ運用執行理事は、基金として考えているアセット・ミクス、スタイル・ミクス（＊2）と既存の運用受託機関の得意とする運用とをマッチングさせていった。その結果、基金としては欧州株式のアクティブ運用を行うこととした。そこで資産運用委員会において、各運用受託機関へのアンケートや数次にわたる面接を実施した。その上で、コンサルタントの意見を踏まえつつ、基金として主体的にかつ公正に定性・定量両面にわたる評価、コスト比較を行い、最終的にＢ運用受託機関の採用を決定、理事会・代議員会の承認を得た。なお、このＢ運用受託機関は、母体企業から推薦のあった運用受託機関であり、その後も母体の財務サイドから採用について強い依頼が寄せられていた。またその兄弟会社のＣ証券は数ヶ月前に母体企業が発行したユーロ債の主幹事を務めた経緯があった。

＊1 トップダウン・アプローチ：大枠を決め、次にその大枠の中で中枠を、中枠の中で詳細を決めていく意思決定方式のこと。ここでは、「政策アセット・ミクスを決定した上で、各資産についてスタイル・ミクスを決め、スタイル毎にマネージャー・ミクスを決定する」という考え方を指す。対照的な決定方式としてボトムアップ・アプローチがある。

＊2 スタイル・ミクス：同一資産内での運用スタイルの組合せ。大まかには「アクティブ運用とパッシブ運用（をどう組み合わせるか？その比率は？）」という視点があり、またアクティブ運用自体もいくつかのスタイルに分けることが可能。株式運用における「大型株と小型株」「成長株と割安株」などがその代表例である。

（カ）　Ａ基金では、このたび投資顧問を採用することが決まり、資産管理機関の採用を検討する必要が生じた。事務局から理事会に示された資産管理機関候補リストの中に、ａ理事が社外取締役をしているＢ運用受託機関が入っていた。ａ理事としては、理事会のメンバーに自分が利害関係者である旨を告げ、資産管理機関を選定する間退席したが、理事会の総意としてＢ運用受託機関の採用が決定した。

（キ）　Ａ社（Ａ基金の事業主）とたまたま緊密な取引関係を有するＢ外資系運用受託機関を適正な運用評価に基づきアジアエマージング株式の特化型マネージャーとして採用した。なお、運用報酬は外貨建資産のベンチマークのひとつである MSCI-KOKUSAI

を対象国とするグローバルファンドに比べれば高めであったが、他社の同様の特化型報酬と比べてほぼ同水準であった。

＊MSCI-KOKUSAI を対象国とするグローバルファンドの報酬に比べれば、情報収集のためのコストが比較的かかるエマージング市場の運用報酬は、一般的には高目の傾向が見受けられる。

○ガイドライン「イ」のケースについて

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　自家運用で債券運用を行っているＡ基金のａ常務理事は、事業主である会社の財務担当者のｂから「今度、私募債を発行して資金調達するが、引き受け手が少ない。ついては、Ａ基金で買ってもらえないか。」と持ち掛けられた。ａは会社の事業に役立つならと、私募債の購入をファンド・マネージャーに指示した。

＊事業主の資金調達への貢献を考えた投資判断であり、忠実義務違反のおそれがある。投資判断は、基金のポートフォリオ構成におけるその社債のリスクとリターンを勘案して行われる必要がある。このケースの場合は、投資判断の適正性が確保されていないと考えられるのである。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　自家運用で債券インデックス運用を行っているＡ基金は、インデックス構成比率に応じて事業主の発行する社債をポートフォリオに組み込んでいる。

＊債券インデックスはいくつかの機関から公表されている。インデックスは市場で取引される債券の価値の変動を示すが、その計算に当たっては債券の発行残高を勘案して、それぞれの社債の価値の変化を加重平均して求める。そのため、企業年金の事業主が発行する社債が一定の構成比でインデックスに組み込まれることがある。

　インデックスへの連動が重視される場合は、そのインデックスの構成比に応じて事業主の発行する社債を組み込むことは、忠実義務に違反するおそれはないものと考えられる。

（イ）　自家運用で債券投資を行っている複数事業主のＡ基金のａ常務理事は、どのような社債が関係会社の社債であるかをチェックするためのリストを作成し、投資の都度、リストに該当する場合は念入りに投資価値についての検討を行っている。

＊複数事業主基金の場合、関係会社の数が多くなるので、何らかのチェックリストを作成することで忠実義務の観点から自らを律することが簡略に行えるようなると考えられる。

○ガイドライン「ウ」のケースについて

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事は基金と投資一任契約を結んでいる投資顧問会社に対して、基金の事業主である金融機関と、金融機関に有利な条件で債券の売買を行うように要請した。

＊これは、あからさまな利益の付け替えの事例である。このようなことは、基金の利益に忠実な運用を求める受託者責任に真っ向から反することになるので、厳に慎まなければならない。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　自家運用で債券投資を行っているＡ基金が国債を購入する際、たまたま事業主であるＢ金融機関の在庫証券が、基金の想定するポートフォリオに合致するものであった。このため、複数引き合いの結果、最も有利な価格提示であったＢ金融機関にて市場価格で購入した。

④　基金から基金型事業主（事業主）への注意喚起

■ガイドライン本文

④ 基金から基金型事業主への注意喚起 ○　理事は、管理運用業務の執行に当たっては、もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、基金型事業主の利益に配慮することが加入者等の利益を犠牲にするような場合には、基金に対する忠実義務に違反することについて、基金型事業主の理解が得られるよう努めなければならない。

■■趣旨

前述のとおり、理事は、管理運用業務を執行するに当たり、第一義的に加入者等の利益を考慮しなければならない。

したがって、事業主の利益を優先し加入者等の利益を犠牲にするような場合には、基金に対する忠実義務に違反することになるため、理事は、加入者等の利益を優先すべきであることについて、事業主の理解を求める必要がある。

■■■ポイント

ア　この場合は、往々にして起こりがちなケースとして、事業主の利益と加入者等の利益が相反する関係にある場合を想定している。

イ　「もっぱら加入者等の利益を考慮すべき」とは、第一義的に加入者等の利益を考慮しなければならないということである。

ただし、「加入者等の利益以外の利益」を一切考慮してはならないというものではなく、あくまで加入者等の利益を害さない限りは、その他の利益を勘案することが禁止されるものではない。

ウ　「事業主の理解を得る」とは、単に「基金に対する忠実義務に違反すること」の理解を得るにとどまらない。

「加入者等の利益を犠牲にする可能性がある場合は、たとえ事業主の利益に反することであっても、適正と認められる合理的な判断基準と、基金自らの判断に基づく意思決定を事業主は尊重しなければならないこと」の理解を得ることを意味する。

エ　「努めなければならない」とは、事業主に対し注意喚起することが必要だということであり、忠実義務違反を未然に防ぐための、基金の理事の重要な役割の一つであることを意味する。

また、忠実義務の観点から言えば、あくまで加入者等の利益を犠牲にしてまでその他の者の利益に配慮したかどうかが問題であり、形式的に事業主への注意喚起に努めたか

どうか、事業主の理解が得られたかどうかではないことに注意を要する。

オ　日頃から事業主と意志疎通をよくし、基金の状況を円滑に伝えられる関係を作っておくことが望ましい。

■■■■想定事例

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、運用受託機関の選任に際し、Ｂ運用受託機関が同様の運用を行う機関の中で管理能力が劣っていると判断してＢ運用受託機関を選任しない方針を固めていた。ところが、事業主と緊密な資本関係にあるという理由で事業主からＢ運用受託機関を選任して欲しい旨依頼があった。Ａ基金では、日頃から基金の忠実義務について事業主への注意喚起を怠っており、事業主の理解を得られなかったためＢ運用受託機関を選任することになってしまった。

＊本例は、基金の忠実義務について事業主への注意喚起を怠った結果、運用受託機関の選定における忠実義務違反の問題が生じる事例である（下記（イ）も同様)。

（イ）　Ａ基金は、掛金の払込割合の変更に際し、Ｂ運用受託機関が事業主と緊密な取引関係にあるからといって、適切な評価に基づかずに払込割合をアップすることは基金に対する忠実義務に違反する旨、常日頃から事業主に理解を得る努力をしておらず、結局事業主の意向に従ってＢ運用受託機関の払込割合をアップせざるを得ない事態となった。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　Ａ基金では、運用受託機関の選任に際し、合理的な判断基準からＢ運用受託機関を考えていた。ところが、事業主と緊密な資本関係にあるＣ運用受託機関から選任して欲しい旨の依頼があった。そこで事業主に相談したところ、常日頃から基金の忠実義務について事業主の理解を得る努力をしていたため、運用受託機関としての能力についてＣ運用受託機関がＢ運用受託機関に劣るならば、基金の合理的かつ自主的な判断を尊重するとの回答を得、Ｃ運用受託機関を選任せずに済んだ。

＊本例は、忠実義務違反にならないという消極的意味にとどまらず、忠実義務の観点からは望ましい事例である。基金の意思決定は、もっぱら加入者等の利益を考慮して基金が自主的に行うべきであり、事業主と運用受託機関との間に、上記のような資本関係がある場合には、基金が適正な評価を行い、かつ契約条件が基金にとって不利でないかどうか検討し、その上でＣ運用受託機関採用の決定をすべきである。

（イ）　Ａ基金は、掛金の払込割合の変更に際し、事業主から事業主と緊密な取引関係にあるＢ運用受託機関の払込割合をアップするよう依頼があった。基金としては合理的かつ自主的な判断を基にＣ運用受託機関の払込割合をアップしたい旨事業主に理解を求めた。Ａ基金では日頃から、基金の状況について事業主と意志疎通がよくできていたので、事業主の理解を得るに至り、Ｂ運用受託機関の払込割合をアップする事態を免れた。

（１１）基金の理事の責任

①　管理運用に係る意思決定に関する理事の責任

（理事の義務）

■ガイドライン本文

（理事の義務）
○　理事は、常勤・非常勤にかかわらず、基金から委任を受け、理事会において管理運用業務に関する意思決定を行うが、その勤務形態及び職責の内容に応じ善管注意義務及び忠実義務を負う。

■■趣旨

基金の管理運用業務に関する意思決定においては、高度の専門的知識が要求される場合がある。この意思決定において、理事は連帯して基金に対して責任を負うが、理事間の責任の配分として運用に関する事項については、法令上明文の規定は無いものの、運用担当理事の方がそうでない理事よりも責任が重く、また、常勤理事の方が非常勤理事よりも重い責任を負うべきであるものと考えられる（ガイドライン「一般的な義務」の 13 ページも参照）。

■■■関係法令等

【民法】
第 643 条　委任は、当事者の一方が法律行為をすることを相手方に委託し、相手方がこれを承諾することによって、その効力を生ずる。

【確定給付企業年金法】
第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。
３　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

■■■■ポイント

ア　「委任」とあるが、理事と基金の関係は委任に関する規定に従うと考えられる。したがって、理事は委任の本旨に従い善良なる管理者の注意をもって委任事務を処理する義務を負うとともに、確定給付企業年金法第 70 条第 1 項に定める忠実義務を負う。

イ　「管理運営業務に関する意思決定」は理事の多数決によって決定され、その意思決定に基づき理事長等が具体的に執行する。意思決定における善管注意義務及び忠実義務は、理事会を構成する全ての理事が負うが、その執行は理事長等が行う。

ウ　「勤務形態及び職責の内容に応じ」とあるが、意思決定にかかわる理事の義務は、原

則的には常勤の理事も非常勤の理事も等しく負担するものと考えられる。しかし、具体的事案において全ての理事が等分に責任を負うべきと考えるには酷に過ぎる事例も想定できる。基金運営の実際においては、運用執行を担当する理事とそうでない者との間では専門知識に格差があるだろうし、常勤理事と非常勤理事とでは基金の状況を把握する機会の多寡も異なる。そこで、理事の責任についても、その勤務形態及び職責の内容に応じて負担するべきであると考えられる。しかし、このような勤務形態及び職責の内容に応じた責任の配分は、理事間における責任負担の大小にとどまり、理事が連帯責任を負うものであることを軽視してはならない。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ運用執行理事が、ある金融商品ついてその安全性・収益性が他の金融商品よりも優れているとの確信を持ち、他の理事を熱心に説得し、理事会においてこれを購入する決定をしたが、その商品には、固有のリスクがあることを十分に理解していなかった。

（イ）　Ａ基金のａ運用執行理事は頻繁に運用受託機関と接触する機会があったものの、運用報酬等コストの大幅な引上げに対して十分注意を払っていなかったために、基金に思わぬ損失が生じた。

（ウ）　Ａ基金のａ理事は、運用執行理事が提案する新規商品の採用に関して、納得できない点があったにもかかわらず、資産運用管理の専門家である運用執行理事の提案であり、また、運用管理に関しては知識不足であるという自己認識から、あえて確認をせず、議案に賛成した。

（エ）　Ａ基金のａ理事は理事会を欠席する当たり、基金の管理運用業務議案に関する説明資料を事前に十分確認すること無く、書面による議事参加において「賛成」票を投じた。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事は、理事として基金業務の意思決定に参加するに当たり、自身は運用執行理事ではなかったが、投資理論や資産運用業界の研究を怠らないように努力を続けた。

（理事の責任）

■ガイドライン本文

（理事の責任）
○　理事は、管理運用業務に関する意思決定について善管注意義務又は忠実義務に違反した場合には、基金に対し連帯して損害賠償責任を負う（法第 70 条参照）。

■■趣旨

理事は基金資産の管理運営にかかわる事項を決定する。理事と基金の関係は、民法の委任契約と考えられることから、理事は基金に対して委任契約を中心とする一定の義務を負うこととなる。委任の本旨に背きその任務を怠ったことにより、基金に損害が生じれば、義務に違反した理事は連帯して損害賠償の責任を負う。

■■■関係法令等

【民法】
第 643 条　委任は、当事者の一方が法律行為をすることを相手方に委託し、相手方がこれを承諾することによって、その効力を生ずる。

【確定給付企業年金法】
第 22 条
３　理事は、理事長の定めるところにより、理事長を補佐して、給付に充てるべき積立金の管理及び運用に関する基金の業務を執行することができる。

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。
３　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

■■■■ポイント

ア　「善管注意義務及び忠実義務に違反した場合」、理事は基金に対して善管注意義務及び忠実義務を負っているため、理事会等における意思決定に当たり、債務不履行責任が発生する。

イ　「連帯して」とあるが、基金に対する損害賠償責任を負う理事が複数存在する場合、これらの理事の責任は連帯責任となることを、法第 70 条第 3 項は定めている。連帯責任とは、それぞれの理事が基金に対し、基金が被った損害の全額を連帯して賠償する義務を負うことを言う。

一方、連帯責任を負う理事相互間の内部関係においては、負担割合の問題が生じる。当該業務執行をなした理事と、その理事に対する監視を怠った理事を比較すれば、当然

その責任の程度には差異があるので、それぞれの責任の度合に応じて負担割合が決定されるものと考えられる。運用に関しては、運用執行理事の義務の範囲は他の理事よりも広いと考えられるので、その負担割合は大きくなろう。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事が欠席した理事会における決定に基づく不適切な資産運用で、基金に損失が生じた。ａ理事は意思決定に参加していないので、責任を追及されるとは考えていなかった。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事は、理事会では他の理事にも十分な注意を促し、わずかでも疑問に感じることは、理事長らに確認するように努めた。

②　管理運用業務の執行に関する理事の責任

（理事長の義務）

■ガイドライン本文

（理事長の義務）

○　理事長は、管理運用業務の執行全般について基金に対し善管注意義務及び忠実義務を負う。他の理事への権限委任、他の理事による補佐又は報酬受領の有無にかかわらず、その義務を免れることはできない。

■■趣旨

理事長は理事会における意思決定を執行する義務を基金に対して負う。例え資産運用や日常業務の執行権限を他の理事に委任していたとしても､義務を免れる理由とはならない。また、無報酬であっても、責任が減少することも無い。

■■■関係法令等

【民法】

第 643 条　委任は、当事者の一方が法律行為をすることを相手方に委託し、相手方がこれを承諾することによって、その効力を生ずる。

【確定給付企業年金法】

第 22 条　理事長は、基金を代表し、その業務を執行する。理事長に事故があるとき、又は理事長が欠けたときは、事業主において選定した代議員である理事のうちから、あらかじめ理事長が指定する者がその職務を代理し、又はその職務を行う。

２　基金の業務は、規約に別段の定めがある場合を除くほか、理事の過半数により決し、可否同数のときは、理事長の決するところによる。

３　理事は、理事長の定めるところにより、理事長を補佐して、給付に充てるべき積立金の管理及び運用に関する基金の業務を執行することができる。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】

(別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

２．企業年金基金の組織及び運営に関する事項

（３）理事

①　理事の選挙の手続については、あらかじめ規程を設けることなどにより円滑な運営が行われるように措置すること。

②　理事長に事故があったとき又は理事長が欠けたときに理事長の職務を代理し、又はその職務を行う理事については、あらかじめ指定しておくこと。

③　理事は、会議により業務を執行することを原則とし、理事の事務執行のため、理事をもって組織する理事会を設けること。

④　理事会における会議の状況及び決定事項は、詳細に記録保管しておくこと。

４．積立金の管理運用業務に関すること

事業主及び基金の積立金の管理及び運用に関する業務（以下「管理運用業務」という。）については、法、令及び規則に定めるもののほか、次に定めるところによること。

（３）運用執行理事について

① 基金は、積立金の管理及び運用に関する業務（以下「管理運用業務」という。）を執行する理事（以下「運用執行理事」という。）を置かなければならないこととされているが、運用執行理事の選出に当たっては、基金の財政状況に精通し、管理運用業務を適正に執行できる者であって基金の業務運営に熱意を有する者を充てること。

なお、やむを得ない場合は、他の業務の担当理事と兼任して差し支えないが、その場合であっても他の基金の運用執行理事と兼務してはならないこと。

■■■■ポイント

ア 「理事長」は理事のうちから選挙によって選出され、基金業務を統括して基金を代表する。各理事は、基金の管理運用業務を決定し、理事長は、その決定事項を具体的に執行する。理事長と基金の関係も委任契約と考えられ、委任者と受任者の信頼関係に基づいてなされる契約であることから、原則として受任者たる理事長は、善管注意をもって、委託された事務を自ら処理する義務がある。とはいえ、基金の事務は広範にわたることから、専門的に担当する理事を予め定めておくことが業務の円滑な運営を図るために適切と考えられる。

イ 「他の理事への権限委任、他の理事による補佐」とあるが、まず常務的な業務の執行については、理事長が理事会の同意を得て常務理事に委任することができる。次に積立金の運用については、その執行体制を強化し、責任の所在を明確化するために運用執行理事を置く必要があるとされている。運用執行理事は、基金の財政状況に精通し、管理運用業務を適正に執行できる者であって基金の業務運営に熱意を有する者をあてるべきである。常務理事及び運用執行理事は、理事長の補助機関として、理事長の権限に属する業務の一部について委任を受けて決定する権限をもつこととなる。

しかし、常務理事または運用執行理事に対して理事長が委任した業務についても、基金と理事長の間の委任関係が解消されるわけではないことに注意しなければならない。例え、他の理事へ権限を委任し、または他の理事による補佐を受けていたとしても、理事長の義務を免れるわけではない。また、理事長が報酬を受けていなかったとしても、義務を免れる理由とはならない。委任においては、報酬の有無にかかわらず、受任者の責任が軽減されるとは解されていない。

■■■■■想定事例

ア 注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア） Ａ基金のａ理事長は、理事長として報酬は受領していないので、基金管理の責任

を問われるとは考えていなかった。

（イ）　Ａ基金では、金融機関を退職した者を採用して運用執行理事につけ、管理運用業務をすべて一任し、ａ理事長は監督していなかった。

（ウ）　Ａ基金のａ理事長は、昨今の年金制度、資産運用問題の困難さから、社内で常務理事や運用執行理事に就任することに難色を示す者が多く、そのなり手がなかなか見つからないことに苦慮し、ある人に「決して迷惑はかけないから。名義だけの形式と思って良い」と、その職責や責任等につき具体的説明もせず、またその人も就任を承諾した。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事長は、ｂ運用執行理事と常に緊密な連絡を取り、基金の業務執行にあたった。

（管理運用業務を執行する理事の義務）

■ガイドライン本文

（管理運用業務を執行する理事の義務）

○　管理運用業務を執行する理事（運用執行理事、常務理事等）は、基金に対し善管注意義務及び忠実義務を負う。

　なお、自家運用を行う基金の運用執行理事は、積立金の運用すべてを外部の機関に委託している基金の運用執行理事に比べ、運用に関する高い水準の専門的能力が求められる。

■■趣旨

基金の管理運用業務を執行する理事は、基金に対して委任関係に立ち、理事会等における意思決定に加え、業務執行に関しても注意義務、忠実義務を負う。

自家運用を行う場合は、委託運用の場合よりも積立金運用について高い能力が要求される。特に基金が債券の売買や株式インデックス運用を直接行う場合には、それにふさわしい運用体制を構築する必要がある。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

第 22 条　理事長は、基金を代表し、その業務を執行する。理事長に事故があるとき、又は理事長が欠けたときは、事業主において選定した代議員である理事のうちから、あらかじめ理事長が指定する者がその職務を代理し、又はその職務を行う。

２　基金の業務は、規約に別段の定めがある場合を除くほか、理事の過半数により決し、可否同数のときは、理事長の決するところによる。

３　理事は、理事長の定めるところにより、理事長を補佐して、給付に充てるべき積立金の管理及び運用に関する基金の業務を執行することができる。

第 66 条

４　基金は、第一項の規定にかかわらず、政令で定めるところにより、金融機関又は証券会社その他の政令で定めるもの（次項において「金融機関等」という。）を相手方として契約を締結し、預金又は貯金の預入、有価証券の売買その他政令で定める方法により積立金を運用することができる。

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

３　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

【確定給付企業年金法施行令】

第 42 条　基金は、法第 66 条第 4 項の規定に基づき第 44 条第 2 号に掲げる方法により

給付に充てるべき積立金（以下「積立金」という。）を運用する場合においては、次に掲げる積立金の管理及び運用の体制を整備しなければならない。

一　法第 22 条第 3 項に規定する基金の業務（以下「管理運用業務」という。）に関し、厚生労働省令で定める事項を第 45 条第 1 項に規定する基本方針において定めていること。

二　第 44 条第 2 号に掲げる方法による運用に係る業務（次号において「第２号業務」という。）を執行する理事を置いていること。

三　当該基金に使用され、その業務に従事する者のうちに、第 2 号業務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者があること。

【確定給付企業年金法施行規則】

（自家運用を開始するときの届出）

第 74 条　令第 42 条第 2 項の規定による届出は、令第 44 条第 1 項第 2 号に掲げる方法ごとに、次に掲げる事項を記載した届書に、基本方針を記載した書類を添付して、遅滞なく、地方厚生局長等に提出することによって行うものとする。

一　令第 42 条第 1 項第 2 号に規定する理事の氏名及び略歴

二　令第 42 条第 1 項第 3 号に規定する専門的知識及び経験を有する者の氏名及び略歴

第 84 条　事業主（受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主を除く。以下この項において同じ。）及び基金は、次に掲げるところにより、積立金の運用を行わなければならない。

一　法第 65 条第 1 項及び第 2 項又は法第 66 条第 1 項、第 2 項及び第 4 項の規定による運用に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めること。

二　当該事業主及び基金に使用され、その事務に従事する者として、前号の資産の構成割合の決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努めること。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】

（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準

４．積立金の管理運用業務に関すること

事業主及び基金の積立金の管理及び運用に関する業務（以下「管理運用業務」という。）については、法、令及び規則に定めるもののほか、次に定めるところによること。

（３）運用執行理事について

①　基金は、積立金の管理及び運用に関する業務（以下「管理運用業務」という。）を執行する理事（以下「運用執行理事」という。）を置かなければならないこととされているが、運用執行理事の選出に当たっては、基金の財政状況に精通し、管理運用業務を適正に執行できる者であって基金の業務運営に熱意を有する者を充てること。

なお、やむを得ない場合は、他の業務の担当理事と兼任して差し支えないが、その場合であっても他の基金の運用執行理事と兼務してはならないこと。

②　運用執行理事の職務の範囲は、おおむね次のとおりであること。

ア　運用受託機関の選定に関する事項
イ　運用の基本方針に関する事項
ウ　運用指針に関する事項
エ　運用受託機関との契約書、協定書等に関する事項
オ　資産の運用状況に関する事項
カ　監事及び行政庁による監査に関する事項
キ　理事会及び代議員会に対する運用状況及び決算に関する事項

【確定給付企業年金制度について（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329008 号)】
第６　積立金の運用に関する事項
４　基金における積立金の自家運用について
（１）令第 42 条第 1 項第 3 号の「第 2 号業務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者があること」とは、運用業務を的確に行うために日々の時価による資産額を把握できる体制の他、有価証券の売買発注、リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等が適切に行われる内部体制を整備するとともに、次に掲げる①から③までの運用方法で運用する場合においては、①から③までに規定する当該運用方法に応じた要件を満たすものであること。（以下略）

■■■■ポイント
ア　「管理運用業務を執行する理事」
各理事は基金に対して委任関係に立っており、善管注意義務及び忠実義務を負っているが、通常は業務執行権を持たない。しかし、業務執行権が何らかの手続きで理事に付与された場合、理事が基金から委任された事務の内容に業務執行が入ることとなる。すなわち、確定給付企業年金法第 22 条第 3 項に基づき理事長から委ねられた業務執行について、常務理事や運用執行理事は、その業務執行についての善管注意義務ないし忠実義務は、直接基金に対して負うこととなると考えられる。
なお、運用執行理事の専門性及び利益相反を未然に防ぐ趣旨から、他の基金の運用執行理事との兼務が禁じられている。

イ　「自家運用を行う基金の運用執行理事」
自家運用とは確定給付企業年金法第 66 第 4 項に基づく契約のことである。外部の運用受託機関に投資判断を委ねるのではなく、基金自らが預貯金や投資信託の売買等を行ったり（確定給付企業年金法施行令第 44 条第 1 号)、債券の売買や株式のインデックス運用を行う（確定給付企業年金法施行令第 44 条第 2 号)。
自家運用を行う基金では、運用基本方針に自家運用に関する事項を定めるとともに、政策アセット・ミクスを策定しなければならない。さらに、確定給付企業年金法施行令第 44 条第 2 号に基づく契約の場合は、できる限り専任の運用執行理事を置き、かつ、専門的知識と経験を有する者を運用事務の遂行にあたらせなければならない。
委託運用においては外部の運用受託機関が行っていた投資判断等業務を、自家運用で

は基金内部で行うため、特に運用執行理事には、それにふさわしい専門的な能力が求められる。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ運用執行理事は理事長に対してのみ受任者としての義務を負うと考え、理事長の指示に忠実に従った。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金において自家運用が開始されるのに先立ち、運用執行理事を中心として、債券・株式投資に関する勉強会を頻繁に開催した。

（イ）　Ａ基金は、自家運用を開始するに当たり、銀行で証券取引の経験を積んだ者を運用執行理事の業務執行をサポートする担当者として雇い入れる決定をした。

（理事長等の責任）

■ガイドライン本文

（理事長等の責任）

○　理事長等が管理運用業務の執行に当たり善管注意義務又は忠実義務に違反した場合には、連帯して基金に対し損害賠償責任を負う。その場合、理事会の意思決定において理事長等の反対意見が会議録（議事録）にとどめられていたとしても、理事長等がそれに基づき管理運用業務を執行したときには、責任を問われる可能性がある。

■■趣旨

理事会において不適切と考えられる業務執行の決定があった場合、理事長等の執行部は、極力その決定の見直しを行うよう努力すべきである。例え、理事会において理事長等が反対していたことが会議録に記録されていたとしても、理事長等は重ねて決定の見直しを図り、基金に損害が発生しないように力を尽くすべきである。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】

第 70 条　基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

3　基金の理事が第 22 条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

【確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（平成 14 年 3 月 29 日年発第 0329009 号）】

6　その他

（1）会議録等の作成・保存

（業務執行の記録）

○　理事等は、管理運用業務のうち主要な事項について、その執行の過程及び結果を記録にとどめ、保存するものとする。また、記録には、意思決定の内容、理由、根拠となった情報及び手続について記載しておくことが望ましい。

（基金における理事会の会議録）

○　理事会における会議の状況及び決定事項については、つとめて詳細に記録し、整理保存するものとする。特に、理事会での議決において、反対意見があった場合には、これを会議録にとどめておくことが望ましい。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号）】

（別紙2）確定給付企業年金の事業運営基準

2．企業年金基金の組織及び運営に関する事項

（3）理事

④　理事会における会議の状況及び決定事項は、詳細に記録保管しておくこと。

■■■■ポイント

ア　理事長等の業務執行

管理運用業務を執行する理事長・常務理事・運用執行理事等は、既に記した通り、基金に対し善管注意義務及び忠実義務を負い、これらの義務に違反して基金に損害が生じた場合には、損害賠償の責任を負う。理事長等は一理事として理事会における意思決定に参加するとともに、理事会での決定事項を執行する義務を負う。したがって、通常であれば、理事長等が理事会決定事項に反対意見を持っていたとしても、その執行を拒むことはできない。

イ　善管注意義務または忠実義務に違反した理事会決定の執行

しかし、理事会決定事項の執行が善管注意義務または忠実義務に違反する場合にあっては、その執行が理事長等の義務であるということはできない。これを仮に執行すれば、それ自体が義務違反となり、責任を問われる可能性がある。その際、理事長等の反対意見が議事録にとどめられていたとしても、違反行為を執行すればその責任を免れることは難しい。理事会での決定事項が、善管注意義務、忠実義務に照らして不適当と考えるのであれば、理事長等はその執行を差し控えるべきであろう。場合によっては辞任という選択肢も検討すべきである。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金の理事会において、受託者としての責任に反することが明白な決定が行われたが、理事長ら執行部は、決定の執行を止め、再度理事会を招集し決定の見直しを行った。

③　義務履行の評価

（職務遂行過程による判断、状況に応じた評価）

■ガイドライン本文

（職務遂行過程による判断） ○　理事が義務を果たしたかどうかは、運用実績などの結果で判断するのではなく、職務遂行の時点を基準として、その職務遂行の過程が適切かどうかにより判断すべきものである。 （状況に応じた評価） ○　理事が義務を果たしたかどうかは、意思決定や業務執行の時点における基金の実状その他の具体的な状況に照らして総合的に判断すべきものである。

■■趣旨

ア　責任を全うしたかどうかは、ともすればその結果の善し悪しによって判断されがちである。しかしながら、資産運用は様々な不確実な要素のもとで、その時点において最も良いと判断される方法を選ぶ、という意思決定を積み重ねていくものである。したがって、理事としては結果そのものに対してではなく、意思決定をどのような過程を踏んで行ったか、について責任を負うこととなる。

イ　また、その基準は、すべての基金・理事について、いつでも同じというわけではなく、個々の状況を具体的に総合的に判断される性質のものである。

■■■ポイント

ア　「結果で判断するのではなく」というのは、

・結果が悪くても業務遂行過程が適正であれば義務を果たしたと言える

という意味とともに

・結果が（偶然に）良くて、基金に損害が発生していない場合でも、業務遂行過程に不適切な点があれば、「義務を適正に果たしたか」という意味では、問題がある

ということも意味している。

イ　資産運用に関する投資理論は、絶えず進歩、発展を遂げている。ある時代では一般的に認められていた考え方が、時間の経過とともに安全、効率的な運用をする上で必ずしも好ましくないと受けとめられることもある。しかしながら、理事の業務の適正を判断する基準時点としては、結果の発生時や責任を問う時点ではなく、理事が意思決定や業務執行を行った時点とするのが妥当である。

ウ　ある基金にとって適正な行為であったとしても、資産規模や成熟度等状況の異なる基

金にとっては、必ずしも適正な行為と言えないこともある。また、その逆のこともありうる。義務を全うするための基本的な考え方は共通であったとしても、具体的な適用に当たっては、個別の事情をよく考えて判断していかなければならない。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金のａ理事は、日頃から付き合いの深いＢ基金の方針（政策アセット・ミクスや採用運用受託機関の数等）を参考に業務運営を行っている。しかし、両基金は基金の資産規模や母体企業の状況等が大きく異なっており、ａ理事は、その点を十分に検討しないまま、同様の運営を行っていた。

（イ）　Ａ基金のａ理事は、為替リスクの意味がよく理解できないまま外貨建資産の組入れ比率を大幅に上げる案を作成した。

（ウ）　Ａ基金では政策アセット・ミクスを策定し、これに沿った資産運用を行ってきたが、このたび母体企業から、退職給付会計による母体企業への影響を考慮し、今後は単年度のリターンを重視するよう要請された。そこでＡ基金は政策アセット・ミクスにかかわらず、今年度はリスクを取るべきでないとの母体企業の要請を受け入れ、資産の多くをキャッシュにした。

イ　注意義務の観点から不適切とは考えられない事例

（ア）　Ａ基金では資産配分を検討した際に、過去数十年の海外資産の収益率と為替相場の動向を分析し、かつ複数のエコノミストから急激な円高に向かう可能性はきわめて少ないとの説明を受け、基金内部で総合的に十分検討した上で、外貨建資産を組み入れた。しかしながら、執行後に通常では予測できないような突発的な事件が起きた影響により円相場が急騰したため、基金は多大な損失を被った。

（イ）　Ａ基金は成熟度が低いが、年度の運用方針において短期資産の配分を大幅に増加した。これは母体企業がリストラ計画を策定し、加入者への一時金の多額の支払いが予測されたため、取引コストが嵩み、期待収益率が低くなることを考慮しても必要と判断し、決定されたものであった。

（ウ）　Ａ基金のａ常務理事は、基金内部の適正な手続きを踏んで定めたリバランス・ポリシーに従い、許容乖離幅を超過していた国内株式を売却してその資金を国内債券の購入に充当した。その後、国内株式相場は一段と上昇したため、結果的にはリバランス行為は裏目に出た。

Ⅲ　各　論

（ガイドライン「６　その他」部分）

６ その他

（１）会議録等の作成・保存

（業務執行の記録）

■ガイドライン本文

（業務執行の記録） ○　理事等は、管理運用業務のうち主要な事項について、その執行の過程及び結果を記録にとどめ、保存するものとする。また、記録には、意思決定の内容、理由、根拠となった情報及び手続について記載しておくことが望ましい。

■■趣旨

理事等は、業務執行の過程及び結果について記録をし、保存をする必要がある。これは、代議員や母体企業等が理事等の職務遂行が適切に行われているかを確認する際に必要であるためである。

また、反対に理事等から見ると、職務遂行が適切であった事を対外的に示す手段となりうる。

■■■ポイント

ア　「理事等の管理運用業務」については、注意義務と忠実義務が重要であるといわれている。それらの受託者責任を全うしたかどうかはその結果の良し悪しにて判断されるものではなく、意思決定をどのような過程を踏んで行ったか、つまりプロセス責任が問われる。そのため、そのプロセス責任を全うしたかどうかを判断される資料として、執行過程及び結果を記録にとどめ、保存することが望ましい。

イ　理事等の管理運用業務の執行過程及び結果を「記録、保存」するためには、下記のような資料で管理することが考えられる。

- 運用受託機関の選定：選定理由書、契約書、協定書、受託機関に対する運用ガイドライン等
- 運用受託機関の管理：運用実績、指図書、取引明細書等

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金（Ａ社）では運用受託機関選択に当たり議事録や選定理由書、運用受託機関比較表等を残していなかったため、どのような基準により運用受託機関を選択したのかという点が不明確であった。そのため、不祥事を起こした運用受託機関をどのように選定したのかという質疑に対し、回答できなかった。

（イ）　Ａ基金（Ａ社）の年金運用責任者は運用成績の劣後しているＢ運用受託機関を解約し、Ｃ運用受託機関に資産を移管したが、一年後Ｃ運用受託機関も運用成績が芳しくなかったため、運用受託機関の評価と選定方法に問題がなかったかと質問されたが、その執行の過程及び結果を記録した資料が残されておらず十分な説明ができなかった。

（基金における理事会の会議録）

■ガイドライン本文

（基金における理事会の会議録） ○　理事会における会議の状況及び決定事項については、つとめて詳細に記録し、整理保存するものとする。特に、理事会での議決において、反対意見があった場合には、これを会議録にとどめておくことが望ましい。

■■趣旨

理事は、理事会の会議録等について、作成・保存する必要がある。これは、理事会にて決議される事項やその決議の過程等を詳細に記録したものを使い代議員会や母体企業が理事の職務遂行が適切に行われているかを確認する際に必要であるためである。また、議決に関係のない情報であっても、代議員は基金を構成する事業主及び加入者から選出されたものであり、積極的に報告することが望ましい。

また､議事録は理事から見ると､職務遂行が適切であった事を示す手段となりうるため、理事会の内容を詳細に記録し、保存することが望ましい。

なお、理事会の議決において反対意見があった場合には、これを会議録にとどめておくことが望ましい。

■■■ポイント

ア　「理事会における決定事項」理事会にて審議決定する事項として①代議員会の招集及び代議員会に提出する議案、②常務理事及び運用執行理事の選任及び解任の同意、③事業運営の具体的方針、④年金及び一時金給付に充てるべき積立金の管理、運用に関する基本方針、⑤理事長の専決事項、等があるが、それぞれが議事録にまとめられていることが望ましい。特に運用の基本方針に基づく資産運用の実施がなされているかどうかについて、運用受託機関の選定・評価の議決の過程や決定、運用受託機関毎の資産構成の議決の過程や決定、運用状況の把握、運用受託機関とのミーティング開催状況等についての内容を記録、保存する必要がある。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ基金では代議員会にて理事会での議決事項をチェックしようとしたところ、議事録が残っていなかった。そのため、議決事項の内容、議決の過程、発言者等が分からず､その時に出ていたとされる反対意見や議決事項の留意点等も不明確になった。

（イ）　Ａ基金の理事会では債券代替という位置付けでヘッジファンドへの投資を決定したが、その後、実際に導入した商品は株式並みのリスク特性を持ったヘッジファン

ドであることが判明した。実績報告を受けたａ理事が疑問に思い当時の提案資料や議事録をチェックしたが、「ヘッジファンドを導入する」という記載しかないことが分かった。

（基金における代議員会の会議録）

■ガイドライン本文

（基金における代議員会の会議録）
○　代議員会の会議録は、つとめて詳細に記録し、整理保存するものとする。特に、代議員会での議決において、反対意見があった場合には、これを会議録にとどめておくことが望ましい。

■■趣旨

代議員会は、基金の運営上の重要事項を議決する機関である。そのため、説明された内容質疑内容、議決内容等、詳細に記載しなければならない。また、2 名以上の署名が必要となる。なお、代議員会の議決において反対意見があった場合には、会議録にとどめておくことが望ましい。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法施行令】
第 18 条　代議員会の会議については、会議録を作成し、出席した代議員の氏名並びに議事の経過の要領及びその結果を記載しなければならない。
２　会議録には、議長及び代議員会において定めた 2 人以上の代議員が署名しなければならない。
３　基金は、会議録を基金の主たる事務所に備え付けて置かなければならない。
４　加入者等は、基金に対し、会議録の閲覧を請求することができる。この場合においては、基金は、正当な理由がある場合を除き、これを拒んではならない。

【確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準等について（平成 14 年 3 月 29 日年企発第 0329003 号・年運発第 0329002 号)】
（別紙２）確定給付企業年金の事業運営基準
２．企業年金基金の組織及び運営に関する事項
（２）代議員会
⑥　代議員会における会議の状況及び決定事項は、詳細に記録保管しておくこと。

■■■■ポイント

代議員会は基金を運営する上で中心となる重要事項について審議･決定する機関であり、通常代議員会、臨時代議員会にて審議される①規約の変更、②毎事業年度の事業計画及び予算、③毎事業年度の事業報告及び決算、④その他規約で定める事項等について、それぞれが議事録にまとめられていることが望ましい。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例
（ア）　Ａ基金では代議員会にてシェア変更を議決し、a 常務理事において実行がなされ

た。その後母体企業Ｂがその件についての説明を求めたが、その時の代議員会における会議録が残っておらず、どのような根拠に基づき、変更の検討がなされ、実行されたのかが不明確であった。そのため、母体企業Ｂへの説明が出来なかった。

（イ）　Ａ基金では代議員会にてシェア変更を議決し、ａ常務理事において実行がなされた。しかし大幅にシェアを増やしたＢ運用受託機関が過去３年にわたって不祥事を起こしていたことが分かり、結果的に基金に損失を与える結果となった。しかし代議員会における会議録を残していなかったため、Ｂ社のシェアアップをする議決に至るまでの過程や、どのような根拠に基づいて、議決されたのかが不明確であったため、結局、シェア変更を実施したａ常務理事のみが責任を問われることとなった。

（労働組合等の同意を得た際の記録）

■ガイドライン本文

（労働組合等の同意を得た際の記録）

○　事業主は、管理運用業務に係る事項について、労働組合等の同意を得るに当たっては、その同意を得るまでの議論の状況等を、つとめて詳細に記録し、整理保存することが望ましい。

■■趣旨

労働組合等に対して同意を得る過程で行った説明会や会合に関して、①日時、②場所、③出席者、④議題、⑤質疑応答、⑥説明に用いた資料等を記録・保存することが望ましい。特に質疑応答の内容に関しては正確かつ詳細に記録することが望ましい。

■■■■ポイント

ア　掛金割合や給付割合の変更に伴う規定の変更や年金資産の移受管による資産額の変更等、年金資産や給付に影響を及ぼす可能性のある事項に関しては労働組合からの同意が実務上必須の事項であるため、詳細な記録をし、整理保存することが求められよう。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ａ社の事業主と労働組合との取り決めで、ヘッジファンドには投資しないという決定がなされた。しかし、それらの記録・保存がなされなかったためその取り決め内容が忘れ去られてしまい、結果的に国内債券の大部分がヘッジファンドにシフトされ、事業主は労働組合から責任を問われることとなった。

（２）基金における代議員会への報告

（報告、報告の内容）

■ガイドライン本文

（報告）

○　理事は、代議員会に対し、管理運用業務に関する情報を、正確に、かつ、わかりやすく報告しなければならない。

（報告の内容）

○　報告の内容としては、次の事項が考えられる。

ア　運用の基本方針及び運用ガイドライン

イ　運用受託機関の選任状況

ウ　運用受託機関の評価結果

エ　運用受託機関のリスク管理状況

オ　運用結果（時価による資産額、資産構成、収益率、リスク、運用受託機関ごとの運用実績等）

カ　運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告

キ　基金の管理運用体制の状況

ク　理事会における議事の状況

ケ　資産運用委員会における議事の状況その他の情報

■■趣旨

代議員会は、基金の運営上の重要事項を議決する機関であるため、理事は、代議員に対し、議決における判断材料とするため、ガイドラインに示された情報等について、正確に、かつ、わかりやすく情報提供を行う必要がある。また、その他議決に直接関係がない情報であっても、代議員会は、代議員が、基金を構成する事業主及び加入者から選出された者である以上、積極的に報告することが望ましい。

■■■ポイント

ア　代議員会は基金の意思決定機関であるから、理事は積極的に情報開示すべきであるし、代議員会からの情報開示要求は原則として拒否すべきでない。

イ　代議員は一般加入者よりも基金制度に対する理解の程度は深いが、それでも理事ほど詳細な知識を持っているとは限らないので、わかりやすく情報開示をしなければならない。

ウ　代議員自身も基金の事業主及び加入者を代表しているとの自覚をもって、理事に対して必要な情報の開示を積極的に働きかけるとともに、加入者に対しても積極的に情報を開示することが期待される。

エ　ガイドラインでは、管理運用業務に関する情報開示の考え方が示されているが、情報開示という観点からは、財政状況等に関する情報開示についても同様に行う必要がある。

（３）加入者等への業務概況の周知

（加入者への周知、加入者以外の者への周知）

■ガイドライン本文

（加入者への周知）

○　事業主等は、加入者に対し、毎事業年度一回以上、管理運用業務に関する規約並びに次のａからｃまでの事項の事項を、ア、イ、ウ、エ、オのいずれかの方法により周知させなければならない。（法第 73 条及び規則第 87 条参照）

ａ　積立金の運用収益又は運用損失及び資産の構成割合その他積立金の運用の概況

ｂ　運用の基本方針の概要等

ｃ　資産運用委員会を設置している場合にはその議事の概要等

ア　常時設立事業所の見やすい場所へ掲示する方法

イ　書面を加入者に交付する方法

ウ　電磁的記録媒体（電磁的記録（電子的方式、磁気的方式その他人の知覚によっては認識することができない方式で作られる記録であって、電子計算機による情報処理の用に供されるものをいう。）に係る記録媒体をいう。）に記録し、かつ、各設立事業所に加入者が当該記録の内容を常時確認できる機器を設置する方法

エ　電子情報処理組織（送信者の使用に係る電子計算機と、受信者の使用に係る電子計算機とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。）を使用する方法のうち以下のどちらかに該当するものにより加入者に提供する方法

・ 送信者の使用に係る電子計算機と受信者の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて送信し、受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録する方法

・ 送信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された書面により通知すべき事項を電気通信回線を通じて受信者の閲覧に供し、当該受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに当該事項を記録する方法

オ　その他周知が確実に行われる方法（例えば規約型企業年金の実施事業所又は基金のホームページへの掲載など）

○　事業主等は、当該規約の変更を行った場合は、速やかにその周知を行わなければならない。

○　なお、事業主等は、管理運用業務に係る事項について労働組合等の同意を得るまでの議論又は理事会及び代議員会における議事の状況その他の情報についても希望があれば提供する旨を、加入者に対し、あらかじめ知らせておくことが望ましい。

○　また、事業主等は運用受託機関から、その運用受託機関が行ったスチュワードシップ活動に関し報告を受けた場合には、当該報告についても、加入者に対し周知することが望ましい。

○　また、加入者の関心・理解を深めるため、必要に応じて図表を用いる等加入者へわかりやすく開示するための工夫を講ずることが望ましい。積立水準等について他の確定給付企業年金との比較をすることなども考えられる。
○　加えて、加入者の利益に資するよう、加入者への周知事項や他の関連事項（例えば、専門人材の活用に係る取組状況）を、ホームページ等で一般的に閲覧できる状況にすることも考えられる。
○　その他、確定給付企業年金を実施する事業主は、企業の退職金制度の全体像及びその中での当該確定給付企業年金の位置づけを解説すること等も考えられる。基金においても、基金型事業主と十分に連携し情報提供を受けた上で、同様の解説をするか、あるいは、基金型事業主に同様の解説を促すことが望ましい。
（加入者以外の者への周知）
○　事業主等は、ア、イ、ウ、エ、オのいずれかの方法を選択するときは、加入者以外の者（事業主等が給付又は一時金たる支給の義務を負っている者で、当該確定給付企業年金の加入者でない者）にも周知が行われる方法を選択するよう努めなければならない。

■■趣旨

確定給付企業年金では、「積立義務」、「受託者責任」及び「情報開示」が受給権確保のための措置として定められている。「情報開示」における加入者等への業務概況の周知は制度への関心・理解を高めるだけでなく、制度の透明性を高め積立水準や受託者責任の確認にも繋がる重要な仕組みと言える。

このため、加入者には毎事業年度 1 回以上業務概況の周知が義務付けられているほか、受給者等の加入者以外の者に対しても出来る限り同様の措置を講じるよう努めることが義務付けられている。なお、リスク分担型企業年金を実施する場合、加入者以外の受給権者にも加入者と同様の措置が必要となる。

また、周知に当たっては、加入者等の関心・理解を深めるために必要に応じて図表を用いる等わかりやすく開示するための工夫をすることが望ましく、退職金制度の全体像や企業年金制度の位置付けを解説するといった工夫も考えられる。

資産運用立国実現プランやアセットオーナー・プリンシプルでは、他社と比較できる見える化を進めていくこととされた。他社の企業年金の情報を活用することにより、確定給付企業年金においては、運用の基本方針や政策的資産構成割合の見直し、専門性の向上、運用委託先の評価や選定等に役立てることが考えられる。また、広く見える化を進めることを通じ、就労世代の企業年金に対する関心を高めることや、労使間の話し合いの活性化によるガバナンスを向上させることなどの効果も期待される。他社と比較できる見える化については、厚生労働省において確定給付企業年金を含む企業年金の情報を集約し、公表することとされているが、これとあわせて、各企業年金における自主的な見える化の取組

として、加入者への周知事項や、専門人材の活用に係る取組状況等の関連事項を、ホームページ等で一般的に閲覧できる状況にすることが考えられる。

■■■関係法令等

【確定給付企業年金法】
第5条
3　事業主は、第3条第1項第1号の承認を受けたときは、遅滞なく、同号の承認を受けた規約を実施事業所に使用される厚生年金保険の被保険者に周知させなければならない。（関連　第6条第4項、第16条第3項、第17条第2項）

第73条　事業主等は、厚生労働省令で定めるところにより、その確定給付企業年金に係る業務の概況について、加入者に周知させなければならない。
2　事業主等は、前項に規定する業務の概況について、加入者以外の者であって事業主等が給付の支給に関する義務を負っているものにも、できる限り同様の措置を講ずるよう努めるものとする。

第100条
3　加入者等は、事業主等に対し、前項の書類（事業及び決算に関する報告書）の閲覧を請求することができる。この場合において、事業主等は、正当な理由がある場合を除き、これを拒んではならない。

【確定給付企業年金法施行令】
第18条
4　加入者等は、基金に対し、会議録の閲覧を請求することができる。この場合においては、基金は、正当な理由がある場合を除き、これを拒んではならない。

第20条　事業主等（規約型企業年金（法第74条第1項に規定する規約型企業年金をいう。以下同じ。）の事業主及び基金をいう。以下同じ。）は、厚生労働省令で定める事項を記載した加入者に関する原簿を事業主（規約型企業年金を共同して実施している場合にあっては、いずれか一の事業主）の主たる事務所（基金型企業年金（法第29条第1項に規定する基金型企業年金をいう。以下同じ。）にあっては、基金の主たる事務所）に備え付けて置かなければならない。
2　加入者等は、事業主等に対し、前項の原簿の閲覧を請求し、又は当該原簿に記載された事項について照会することができる。この場合においては、事業主等は、正当な理由がある場合を除き、閲覧の請求又は照会の回答を拒んではならない。

第45条
3　事業主及び基金は、基本方針を作成しようとするときは、厚生労働省令で定めるところにより、加入者の意見を聴かなければならない。
4　事業主及び基金は、基本方針を作成したときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該基本方針について、加入者に周知させなければならない。

【確定給付企業年金法施行規則】

第 84 条の 3　令第 45 条第 4 項（同条第 5 項において準用する場合を含む。）の基本方針の周知は、法第 73 条の業務概況の周知により行うことができるものとする。

第 87 条　事業主等（第 7 号に掲げる事項については第 82 条の要件に該当する規約型企業年金の事業主を除き、第 8 号に掲げる事項についてはリスク分担型企業年金を実施する事業主等に限る。）が法第 73 条第 1 項の規定に基づき、その確定給付企業年金に係る業務の概況について加入者に周知させる場合においては、毎事業年度一回以上、当該時点における次に掲げる事項（第 2 号から第 6 号までに掲げる事項にあっては、当該時点における直近の概況。以下この条において「周知事項」という。）を加入者に周知させるものとする。

一　給付の種類ごとの標準的な給付の額及び給付の設計

二　加入者の数及び給付の種類ごとの受給権者の数

三　給付の種類ごとの給付の支給額その他給付の支給の概況

四　事業主が資産管理運用機関等に納付した掛金の額、納付時期その他掛金の納付の概況

五　積立金の額と責任準備金の額及び最低積立基準額との比較その他積立金の積立ての概況

六　積立金の運用収益又は運用損失及び資産の構成割合その他積立金の運用の概況

七　基本方針の概要

八　調整率の推移その他調整率に関する事項

九　その他確定給付企業年金の事業に係る重要事項

2　周知事項を加入者に周知させる場合には、次のいずれかの方法によるものとする。

一　常時各実施事業所の見やすい場所に掲示する方法

二　書面を加入者に交付する方法

三　電磁的記録媒体（電磁的記録（電子的方式、磁気的方式その他人の知覚によっては認識することができない方式で作られる記録であって、電子計算機による情報処理の用に供されるものをいう。）に係る記録媒体をいう。以下同じ。）に記録し、かつ、各実施事業所に加入者が当該記録の内容を常時確認できる機器を設置する方法

四　電子情報処理組織（送信者の使用に係る電子計算機と、受信者の使用に係る電子計算機とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。以下同じ。）を使用する方法のうちイ又はロに掲げるもの（以下「電子情報処理組織を使用する方法」という。）により加入者に提供する方法

イ　送信者の使用に係る電子計算機と受信者の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて送信し、受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録する方法

ロ　送信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された書面により通知すべき事項を電気通信回線を通じて受信者の閲覧に供し、当該受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに当該事項を記録する方法

五　その他周知が確実に行われる方法

3　事業主等が加入者に周知事項を周知させる場合であって、前項各号のいずれかの方法を選択するときは、加入者以外の者であって事業主等が給付の支給に関する義務を負っているものにも周知が行われる方法を選択するよう努めなければならない。
4　リスク分担型企業年金を実施する事業主等は、前項の規定にかかわらず、毎事業年度一回以上、周知事項を加入者以外の者であって事業主等が給付の支給に関する義務を負っているものに周知させるものとする。

■■■■ポイント

年１回以上の周知が求められている業務概況の周知に当たっては、加入者等が年金制度運営に関する関心を高められるよう以下の項目について、できるだけ判りやすく平易に情報開示を行うことが必要である。なお、運用の基本方針を策定または変更する際は、加入者の意見聴取及びその周知が必要とされているが、業務概況の周知と併せて実施することもできる。

また、規約の変更を行った場合には速やかに被保険者への規約の周知が必要であり、加入者等は決算報告書、会議録等の閲覧を請求することができ、事業主または基金は正当な理由なくこれを断ることはできない。

ア　給付の内容

年金制度の給付設計について、給付の種類、受給資格、給付算定方法について説明を行い、標準的な給付額を提示することによりイメージしやすい内容とする。

また、制度の変更があった場合は、速やかに規約の周知を行わなければならないが、業務概況の周知においても１年間の変更事項を記載することが望ましい。

なお、可能であれば公的年金や他の退職給付制度も含めて解説することにより、老後所得の全体像を把握でき、自ら取るべき対策が講じ易くなる。

具体例

開示すべき事項	開示が望ましい事項
○制度の内容 ・制度の概要（設立形態・組織等） ・加入資格 ・受給資格 ・給付額の算定方式（標準的な額） ・掛金の負担方法 ・年金の支給期間 ・制度の変更	・公的年金の概要 ・他の退職給付制度の概要

イ　直近の加入者等、掛金・給付、財政状況

加入者等の人数、キャッシュフロー及び積立状況は、制度の全体像と現時点の状況を知る上で基本的な項目である。直前の決算期におけるこれらの項目を開示し、特に財政状況は判りにくい言葉も多いため、言葉の解説も含めてイメージし易い内容を工夫する必要がある。

具体例

開示すべき事項	開示が望ましい事項
○事業所数（複数事業主の場合）	
○加入者等 ・加入者数 ・給付の種類毎の受給権者数	
○給付（給付の種類毎に） ・給付件数 ・給付額	
○掛金（掛金の種別毎に） ・納付決定額 ・給付済額 ・未納額 ・納付時期	○掛金（掛金の種別毎に） ・納付率 ・不能欠損額
○財政状況 ・貸借対照表・損益計算書 ・積立金の額 ・責任準備金の額 ・最低積立基準額 ・最低責任準備金の額（厚年基金） ・剰余金・不足金の額 ・積立比率 （継続基準、非継続基準、積立上限）	○財政状況 ・数理債務の額 ・特別掛金収入現価と残余期間 ・財政悪化リスク相当額 ・リスク対応掛金収入現価と残余期間 ・積立状況 （リスク充足額を含む） ・積立水準に関する他制度との比較
○調整率（リスク分担型に限る） ・年金額改定のルール ・過去５年程度の調整率の推移 ・調整率の算定明細 ・その他、調整率に重要な影響を与えると認められる事項	

ウ　資産運用

事前積立による企業年金では資産運用の成果が制度に与える影響は極めて大きい。給付建ての制度において運用リスクは事業主が負っているとはいえ、加入者等にその影響が至る可能性もある。このため、企業年金がどのような資産運用を行っているのかを加入

者等も関心を持つ必要があり、関心を高めるために以下の項目について図表等を用いてわかりやすく解説することが望ましい。こうした加入者への情報開示の徹底により、資産運用の効率化が期待できる。

具体例

開示すべき事項	開示が望ましい事項
○運用の概況（直近の決算） ・運用収益または損失 ・資産クラス毎の残高と構成割合 ・委託機関毎の残高と構成割合	○スチュワードシップ活動 ・運用委託機関からの報告の要約
○運用の基本方針の概要 ・運用目的 ・運用目標 ・政策的資産構成割合と決定方針	○運用の基本方針の概要 ・年金 ALM の概要 ・決定に至る経緯
○資産運用委員会議事の概要 （設置している場合）	

エ　その他

・実際の退職時や加入時の説明とは別に、退職した場合の請求方法、他制度からの資産移換を受けられる場合にはその手続きについて、説明しておくことが望ましい。

・管理運用業務に係る事項について労働組合等の同意を得るまでの議論または理事会及び代議員会における議論の状況その他の情報についても希望があれば提供する旨を加入者に対して予め知らせておくことが望ましい。

・管理運用業務を適正に執行する観点から、適切な資質を持った人材（例えば、年金資産運用に関する実務経験を概ね 3 年以上有している人材、関連する資格や企業年金連合会等が実施する研修受講歴を有している人材等）の活用に係る取組状況を、ホームページ等で加入者等に加えて、できれば一般的に閲覧できる状況にすることが望ましい。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　A基金では、加入者等に制度への関心を高めて貰うため、ホームページ上で公的年金や退職金の概要も判るように説明を行っている。また、年 1 回配布する基金だよりでは財政状況や資産運用の状況をできるだけ判り易く簡記した上で、ホームページでは詳細な説明を行い、基金制度への関心を高めるよう工夫している。

（イ）　Ｂ社では、企業型確定拠出年金も実施しており、退職給付制度全体を考慮した老後所得の確保が必要とされている。このため、社内ネットでは退職金、確定給付企業年金、確定拠出年金及び公的年金の給付額予測もできるようにしている。確定給付企業年金における業務概況の周知では資産運用に関する積立計画の策定や運用評価、さらにその決定に至るプロセスを全て開示しており、このためか確定拠出年金の資産運用にも良い影響を与えている。

（ウ）　Ａ基金では、アセットオーナー・プリンシプル等の趣旨を踏まえ、管理運用業務を適正に執行できる人材を登用・配置・育成するため、企業年金連合会が実施する研修を計画的に受講させており、このような人材育成の取組状況をＡ基金のホームページで一般の人でも閲覧できるサイトに情報を公開した。

イ　注意義務の観点から望ましくないと考えられる事例

（ア）　Ｃ基金では、法令により求められている最低限の数値等について、ホームページ上の開示を行っている。そこに至る過程や結果の解説がないため、ホームページへのアクセスはあまりない。

（事例１）

Ⅰ　制度の概要

・運営形態　：　規約型
・対象企業　：　○○株式会社　（事業所数：○○事業所）
・対象者　　：　就業規則○条に定める社員
・加入資格　：　入社時
・制度変更　：　○年○月○日に以下の制度変更を実施
・掛金率　　：

掛金の種類	掛金率（毎月）	負担者
標準掛金	○.○％	事業主
特別掛金	○.○％	事業主
リスク対応掛金	○.○％	事業主

１．給付の種類ごとの標準的な給付の額及び給付の設計

【給付設計】

給付の種類		受給資格	給付額の計算
老齢給付金	年金	加入者期間20年以上者の60歳到達 （15年保証15年有期）	給付額算定給与×規約別表○×規約別表○
	一時金		給付額算定給与×規約別表○
脱退一時金	一時金	加入者期間3年以上20年未満者の脱退	給付額算定給与×規約別表○
遺族給付金	年金	加入者期間20年以上者の死亡	給付額算定給与×規約別表○
	一時金	加入者期間3年以上者の死亡 年金受給中者の死亡	給付額算定給与×規約別表○ 年金額×残余保証期間に応じた規約別表○

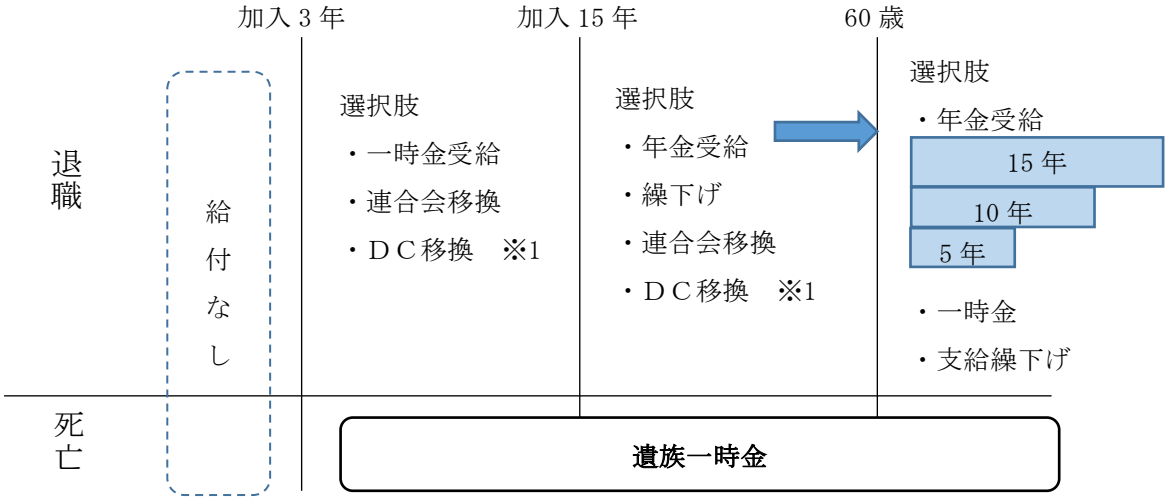
【モデル給付額】

給付の種類	受給年齢	加入者期間	モデル給付額
老齢給付金	60歳	38年	年額○○万円
	60歳	38年	○○百万円
脱退一時金	35歳	10年	○○百万円

（事例２）

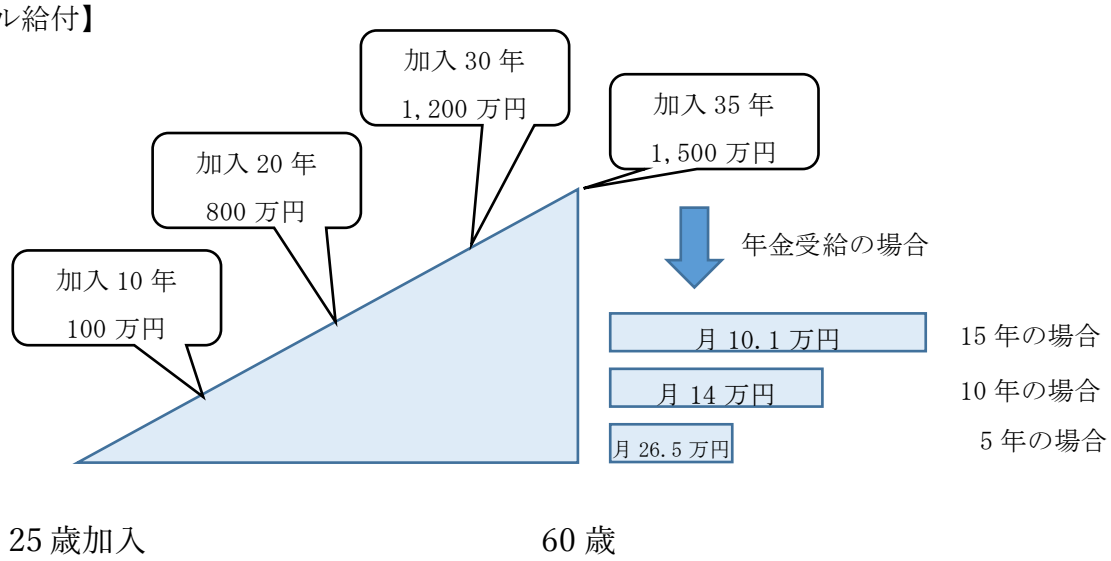
給付設計に関する記載

【支給要件と選択肢】



※1　企業型確定拠出年金または個人型確定拠出年金への資産移換が可能です。

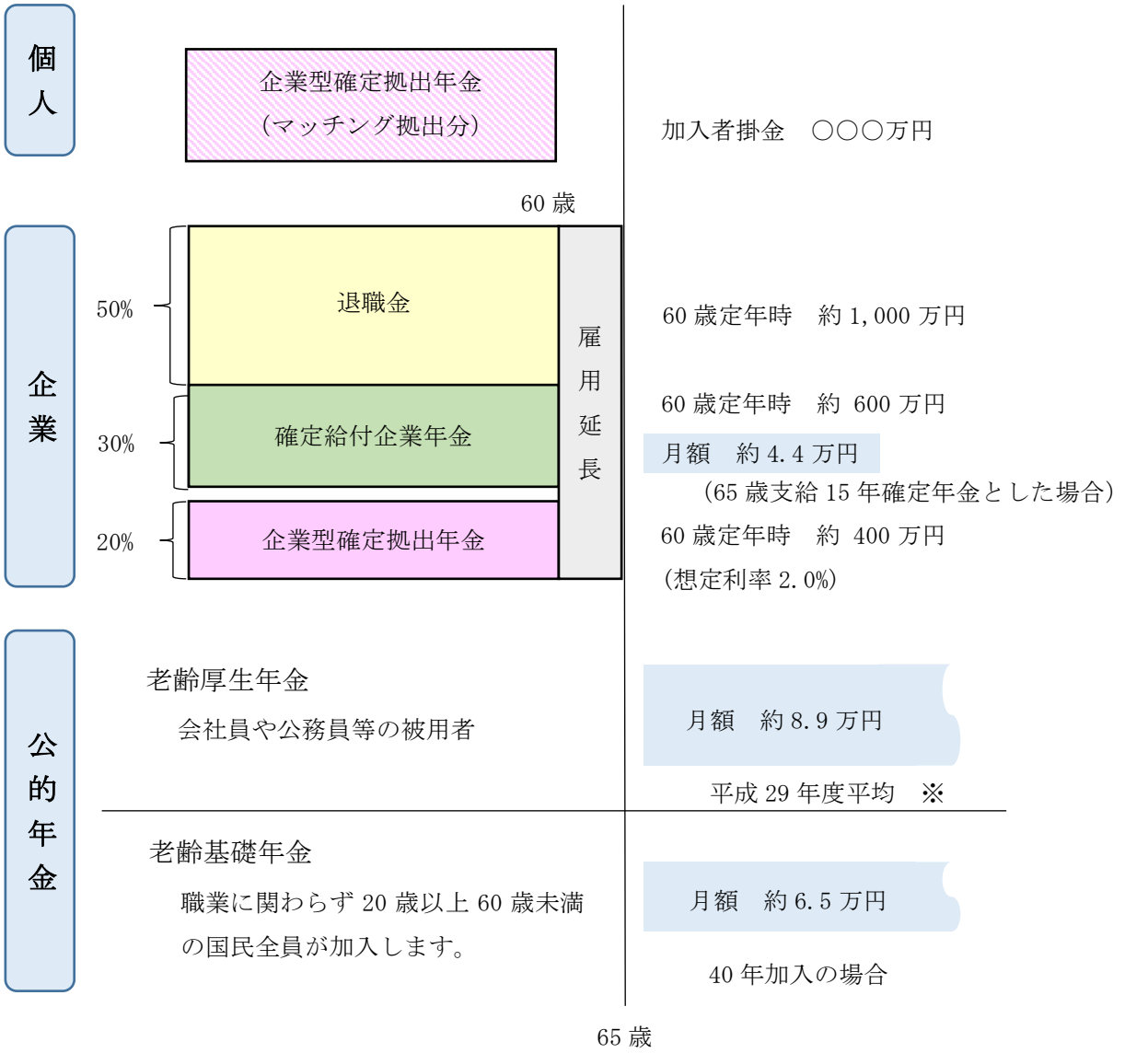
【モデル給付】



（注）　実際の給付額は個々の給与水準、金利により変動しますので、上記モデルとは異なります。

（事例３）

老後所得の全体像に関する記載

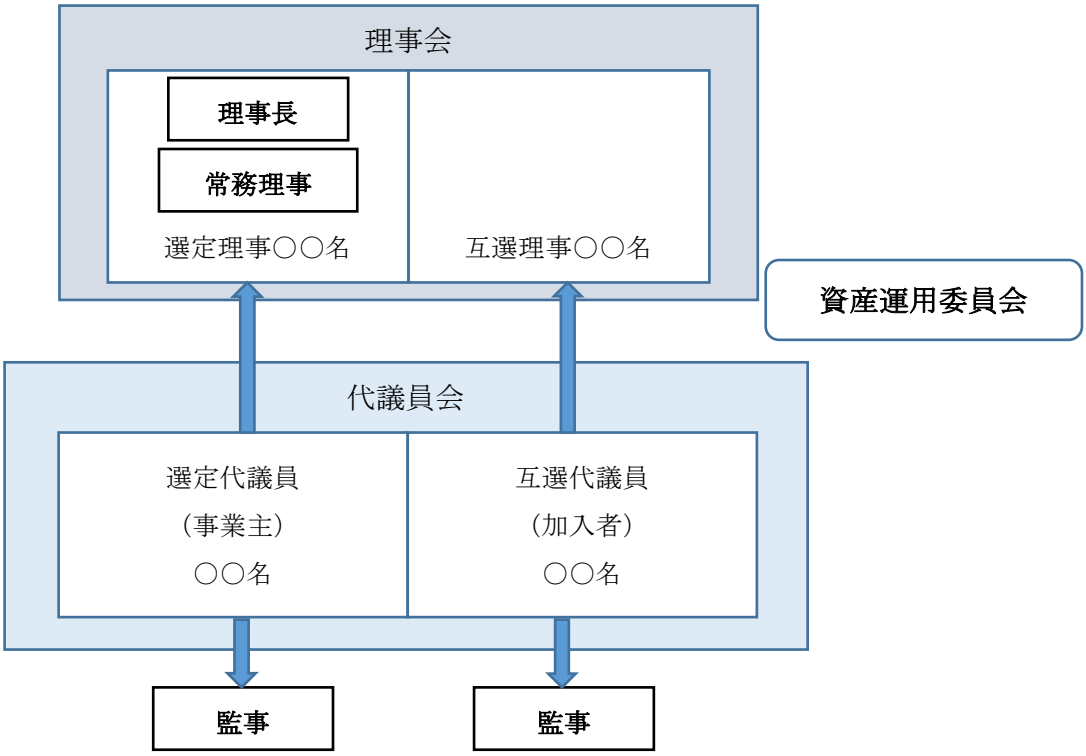


※　実際の年金額はねんきんネット
https://www.nenkin.go.jp/n_net/
でご確認下さい。

退職給付制度は、80%が退職金、20%を確定拠出年金制度として設計しています。さらに退職金のうち、全体の 30%を確定給付企業年金から支給することとしており、この部分については、15 年保証 15 年有期年金で受給することができます。
（図の金額は、22 歳入社 60 歳到達者のモデル額ですが、個々に異なります。）
また、確定拠出年金制度では企業掛金を限度として加入者掛金を拠出することにより、税制面、手数料面で有利に老後所得を準備することも可能です。

（事例４）
基金型の場合

組織に関する記載



【役員名簿】　（日時点）

役職	氏名	所属事業所

代　議　員　会：基金制度の重要事項の意志決定で、事業主代表（選定代議員）と加入者代表（互選代議員）により構成されます。
理　　事　　会：基金の事業運営の執行機関で選定代議員と互選代議員から同数選出します。
事業主代表の理事（選定理事）から理事長が選出されます。
資産運用委員会：資産運用を補佐するため、資産規模が 100 億円以上ある場合、設置が義務付けられています。
資産運用委員会における議事は、加入者等への周知、代議員会での報告が義務づけられています。

（事例５）

Ⅱ　〇年度決算時の状況　（〇年〇月〇日時点）

１．加入者の数及び給付の種類ごとの受給権者の数

種別	人数（人）
加入者	
受給者	
受給待期者	

２．給付の種類ごとの給付の支給額その他給付の支給の概況

種別		件数	金額（円）
老齢給付金	年金		
	一時金		
脱退一時金			
遺族給付金	年金		
	一時金		

３．事業主が納付した掛金の額、納付時期その他掛金の納付の概況

（円）

掛金の種類	納付決定額	納付済額	未納額
標準掛金			
特別掛金			
リスク対応掛金			

納付の時期：当月分掛金を翌月末までに納付

（事例５）

４．積立金の額と責任準備金の額及び最低積立基準額との比較 その他積立金の積立ての概況

	金額（円）または比率	備考
①　純資産額		－
②　責任準備金の額		－
③　最低積立基準額		－
④　積立上限額		－
⑤　継続基準（①÷②）	1.00	1.00以上で○
⑥　非継続基準（①÷③）	1.10	1.00以上で○
⑦　積立上限の確認	－	※

※　数理上資産額が、数理債務の額と最低積立基準額のうち大きい方の額の 1.5 倍以下であり、検証は不要となります。

財政検証の結果
・当制度が定める積立計画と実際の積立状況を比較した結果、積立計画どおりに推移しています。（継続基準の検証）
・過去の加入期間に基づく給付を行うため、法令に基づき算定される積立水準を上回っています。（非継続基準の検証）

【用語の説明】

責 任 準 備 金：年金制度が継続する前提で、現時点で保有しているべき積立金の額。継続基準の財政検証では責任準備金と純資産額を比較します。

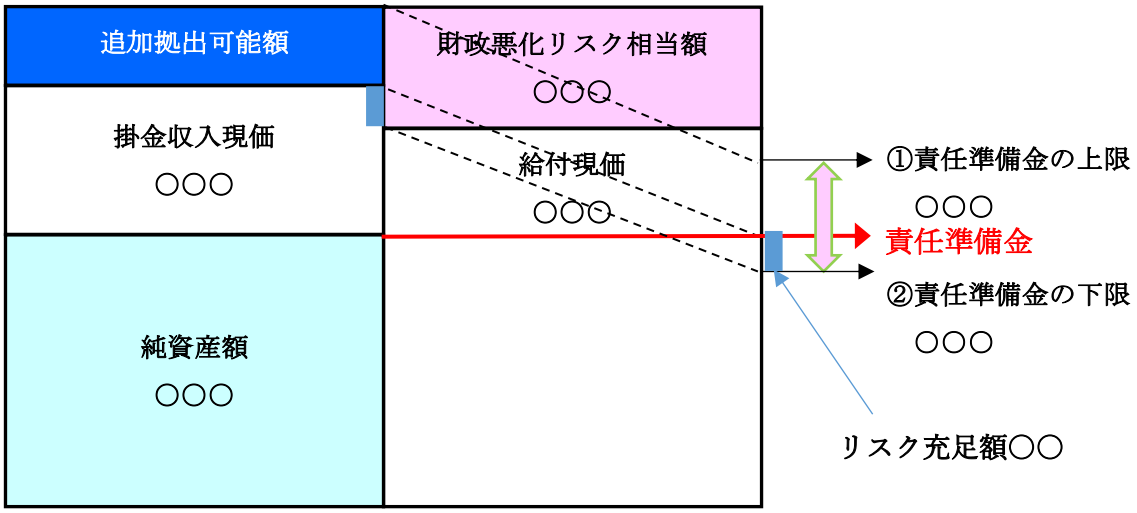
最低積立基準額：現時点までの加入期間に基づき発生していると見做される給付額（最低保全給付）の現価額。制度終了時に各加入者に分配される額の基準となり、非継続基準の財政検証では、最低積立基準額と純資産額を比較します。

積　立　上　限：確定給付企業年金では積立上限額が定められており、数理上資産額がこれを超える場合、積立上限の範囲に戻るよう掛金を中断します。積立上限額は、厚生労働省令に定める方法により算定した数理債務と最低積立基準額のいずれか大きい方の額の 1.5 倍です。

（事例６）

【財政状況】

（百万円）



責任準備金は、積立金が一定の範囲（財政計画に基づく計画の範囲）にある間は、常に積立金と等しくなり、一定の範囲を超えた場合のみ貸借対照表の剰余、不足が発生します。
現在の責任準備金は図の矢印の幅のうち、下限＋〇〇百万円であり、 〇〇百万円はリスク充足額として財政運営上の余裕となっています。

財政悪化リスク相当額
財政悪化リスク相当額は、20 年に 1 度の頻度で発生すると見込まれる不足金の額として財政計算時に算定しています。
当制度では、特別方式により算定しており、以下のとおりです。

1. 資産の価格変動リスク	〇〇円
2. 負債側の変動リスク	〇〇円
合計	〇〇円

掛金収入現価の明細

1. 標準掛金収入現価	〇〇百万円
2. 特別掛金収入現価	〇〇百万円
3. リスク対応掛金現価	〇〇百万円
合計	〇〇百万円

給付現価の明細

1. 加入者	〇〇百万円
2. 受給権者	〇〇百万円
合計	〇〇百万円

（事例７）

その他確定給付企業年金の事業に係る重要事項

【貸借対照表（○年○月○日時点）】

資産勘定		負債勘定	
科目	決算額	科目	決算額

【損益計算書（○年○月○日～○年○月○日）】

費用勘定		収益勘定	
科目	決算額	科目	決算額

【当期に行われた規約変更の内容】

（事例８）

Ⅲ　資産運用

１．積立金の運用収益または運用損失及び資産の構成割合 その他積立金の運用の概況

【資産別残高】

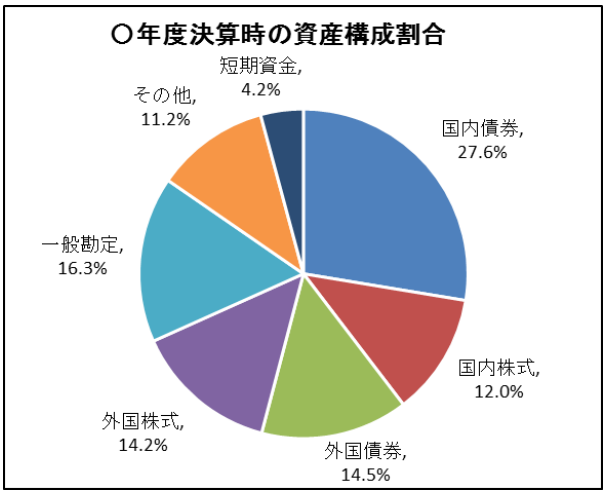
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	その他	現預金	合計
残高（百万円）								
構成比（％）								

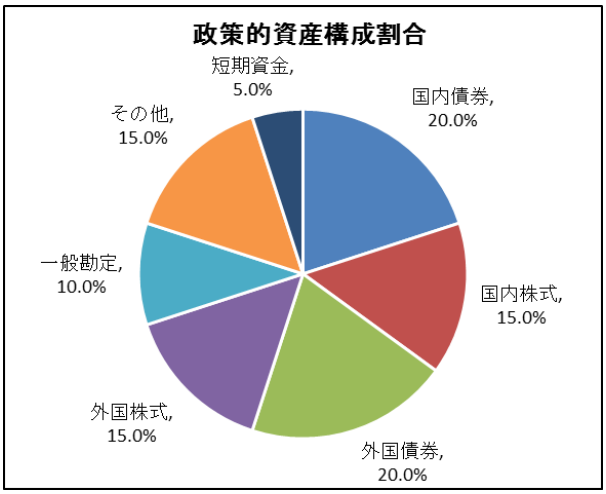
【委託機関別残高】

	○○信託	○○信託	○○信託	○○保険	○○保険	○○投資顧問	○○投資顧問	合計
残高（百万円）								
構成比（％）								

【運用収益または運用損失】　（予定利率：○.○％）

	○年度	○年度	○年度	○年度	○年度
運用収益（百万円）					
利回り（％）					





（事例９）

２．運用の基本方針の概要

【運用目的】

規約に定める給付を将来に亘って確実に行うため、安全かつ効率的な資産運用を行い、必要な総合収益を長期的に確保することを運用の目的とする。

【運用目標】

年金資産の運用に当たっては、実質ベースでの運用収益率が年金財政上の予定利率を長期的に上回ることを運用目標とし、個別資産においては運用資産毎に市場における収益率（以下、「ベンチマーク」という。）を長期的に上回るよう努めるものとする。

【資産構成についての方針】

運用目標を達成するため、政策的な資産構成割合を定め、これに基づく資産構成割合を維持するよう努めるものとする。
政策的な資産構成割合は、財政再計算毎に年金 ALM 等により将来リスクを見積り、当社が取り得るリスクの範囲、期待収益率、財政運営上の予定利率を考慮して決定する。
現在の政策的な資産構成割合（○年策定）は以下のとおり。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	その他	現預金	合計
構成割合（%）								

期待収益率	リスク
%	%

予定利率
%

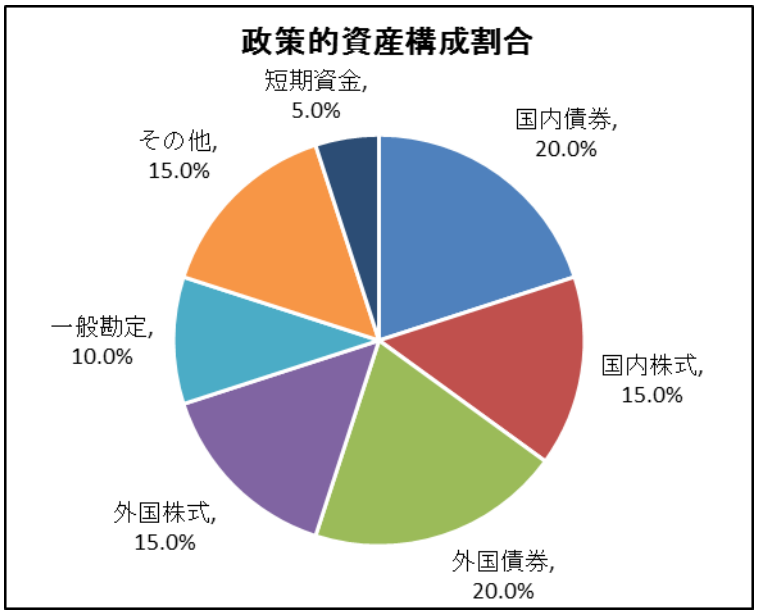
【資産構成の方針決定に至る経緯】

資産構成割合の決定に至る経緯

月　日　　資産運用委員会において・・・
月　日　　理事会、代議員会において説明
月　日

（事例９）

【政策的な資産構成割合（〇年策定）】



確定給付企業年金法施行規則第 84 条の 2 第 1 項第 3 号に基づき、業務概況で周知される「運用の基本方針」に関して意見を聴く方法を規約で定めている場合

（運用実績を使用するキャッシュバランスプラン、リスク分担型企業年金を除く）

当制度で定める「運用の基本方針」は、上記のとおりです。
なお、当該「運用の基本方針」に関する加入者の皆様のご意見を募集しています。
＜ご意見送付先＞
〒〇〇〇
　東京都〇〇
　株式会社〇〇
　〇〇部　〇〇係
03-〇〇
〇〇　@　－　－　－

【当期に行われた資産運用委員会における議事の概要】

資産運用委員会を設置している場合

【スチュワードシップ活動の関する委託機関からの報告の概要】

（事例１０）
基金型の場合

理事会、代議員会等の会議録

○○○基金では、○○月○○日に第○回理事会、○○月○○日に第○回代議員会を開催しました。 当日審議された主な議事は次のとおりで、原案どおり可決し議決されました。

① ○年度事業計画（案）、○年度予算（案）について

② 年金資産運用の基本方針について

③ 運用受託機関の委託額について

（４）基金から基金型事業主（事業主）への情報提供

■ガイドライン本文

○　理事長等は、基金型事業主に対し、定期的に、又はその求めに応じて、管理運用業務の状況に関する情報を提供しなければならない。

■■趣旨

基金の設立事業所は基金の実施主体であり、意思決定は代議員に委ねられているものの当事者意識をもって基金の実情を常に把握しておく必要がある。こうした意識の醸成、情報の共有を行うために、基金型事業主（事業主）に対しては、定期的に、またその求めに応じて、積立金がどのように運用されているかを明らかにしておく必要がある。

■■■ポイント

理事長等は事業主に対して、情報開示を適切に行っていかなくてはならない。開示すべき項目は基本的には代議員会での報告と同等となるが、加入者への業務概況周知とも共通する部分も多い。ただし、事業主は直接的な掛金負担者であることから、加入者への周知以上に将来の掛金負担に関連する事項を詳しく情報提供していくことが望ましい。具体的には、積立計画の立案と実践及びその評価に関する事項等、資産運用に関連する部分である。

ア　積立計画の立案

積立計画は、予定利率と運用の基本方針の策定が中核となる。特に、事業主に対しては不足金発生時の追加負担者となるため、積立計画において想定される不足金の額、負担額、その可能性について予め開示すべきである。

具体例

留意すべき事項
・予定利率（設定とその決定プロセス）
・政策アセット・ミクス（策定とその決定プロセス）
・年金 ALM の結果概要
・将来の不足金の見込み概要
・期待運用収益率（基金全体、資産毎）
・運用委託者（委託割合、資産内容、運用手法）

イ　積立状況の開示と評価

年度ごと運用実績について、予定と実績の差を中心にその要因を判り易く開示すべきである。また、アにおいて開示した将来の不足金に関する見込みと大幅に変更が生じる場合、ただちに開示するべきである。

具体例

留意すべき事項
・過不足の発生状況（発生要因） ・予定運用収益との差異（発生要因） ・基金全体の資産構成、委託額 ・運用収益率（基金全体と資産毎） ・運用評価の結果（基金全体と資産毎）

ウ　開示の方法

代議員会における資料を基礎として上記事項も踏まえ、わかりやすい説明資料を配布し、更に詳細な事項についても基金型事業主（事業主）からの請求に対しては、開示しない合理的な理由がある場合を除き、すべての情報を適当な方法によって開示すべきである。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　A基金のａ理事長は、事業主に対して予定利率や政策アセット・ミクスについて結果だけでなく、その決定に至る資産運用委員会や代議員会の議事を判り易く開示している。このため、事業主からの決算状況に関する質問等が増加したため、質問についてもホームページで開示するとともに、情報開示の改善に繋がっている。

イ　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　A基金のａ理事長は、従業員の高齢化が進み、年金受給者数＞加入者数になり、基金の成熟度が高まっているにもかかわらず、資産運用にかかるリスクの水準を変更せず、掛金の増加度合が高まっていることを事業主に報告をしなかった。このため、結果としてハイリスク運用を継続し、大幅な掛金引上げが必要となった。（結果論ではなく、情報の共有がなされていない）

（イ）　A基金のａ運用執行理事は、自己の業務が煩雑になることを恐れ、ヘッジファンド等の新しい運用手法についてメリット・デメリットなどを事業主には一切報告をしなかったために、運用手法の改善等の議論が事業主となされず、運用成績の低迷が続いた（結果論でなく、運用についての議論が事業主と基金でされなかったのが問題）。

（５）管理運用業務に関する情報開示に当たっての留意点

■ガイドライン本文

○　理事等は、（2）から（4）までについての報告、周知又は情報提供を行うに当たっては、できる限り平易な表現を用いなければならない。

■■趣旨

情報開示の目的の一つとして、関係者に対して制度への関心を高めて貰うことが挙げられる。このため、できるだけ読みやすく判り易く表現することが重要となる。

■■■ポイント

企業年金の特徴として、聞き慣れない用語や英語をカタカナ表記したものが多いことが挙げられる。企業年金の専門家の間では正確さを重視することから法令による表現をそのまま使用することも多いが、普段、制度に接していない人に対してはより判り易く表現しなければならない。このため、例えば、前述の事例（206～217 ページ参照）のように、できる限り平易な表現を用いて図表や用語集などを挿入するとともに、常に判り易さを改善していく必要がある。

■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　Ａ基金の常務理事は、加入者等に業務概況を周知させるため、難しい専門知識がなくても容易に理解される平易な文章表現の広報を心がけている。また、情報開示の一環として、ホームページ上にて加入者等向けに、①制度の概要、②用語集③財政状況、④年金経理及び業務経理（基金型の場合のみ）、⑤運用状況等を掲載している。

イ　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　Ｂ基金では、加入者等に業務概況を周知させるため、財政状況を広報紙に掲載しているが、財政状況や運用状況に関する説明はなく、貸借対照表と損益計算書を法令上の様式のまま掲載している。

（６）アセットオーナー・プリンシプル

■ガイドライン本文

○　事業主等が、加入者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、それぞれのステークホルダー（加入者等を含む。以下同じ。）あるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図っていく観点から、企業年金を含むアセットオーナーに求められる共通の原則を定めるアセットオーナー・プリンシプル（内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 2024 年８月 28 日）の受入れを検討することが望ましい。

○　なお、当該プリンシプルは法令と異なり、法的拘束力を有さず、一律に対応を求めるものではない。当該プリンシプルを受け入れる場合でも、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではなく、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されている（原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定されている。）。

○　また、当該プリンシプルに基づくアセットオーナーの活動については、運用状況についての情報提供を通じたステークホルダーとの対話も踏まえつつ、各アセットオーナーにおいて適切な手続きに基づく意思決定の下、必要に応じて見直しが図られていくことが期待されている。

■■趣旨

アセットオーナー・プリンシプルは、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めたものである。しかし、アセットオーナーは、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く、運用の目的、運用資産の性格、適用される財政基準や会計基準、資産規模など様々である。そのため、内容を詳細に規定するのではなく、原則だけを定め、各アセットオーナーが、その趣旨や精神を実践するためにどのような行動をとるべきか、自ら置かれた状況に応じて主体的な取組みを促す「プリンシプルベース・アプローチ」が採用されている。また、実施することが適切でない原則については、理由を十分に説明することで、その原則を実施しない場合であっても受入れ表明できる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されている。

行政指導や罰則が伴う法令などの「ハードロー」とは異なり、関係者による対話を通じて創意工夫しながら主体的により良い取組みにつなげていくことが期待された「ソフトロー」の性質を持つもので、法的拘束力を有するものではなく、一律に対応が求められているわけではない。

法令のように詳細に規定した「ルールベース・アプローチ」の方が、企業年金にとって遵守すべき内容が明確でわかりやすいが、一方で、それさえ守ればよい（ミニマム･スタン

ダード）といった態度になりやすいという指摘もある。その点、ソフトローであるプリンシプルベース・アプローチだと、当事者自らが主体的に創意工夫しながら、必要に応じて最善を目指して改善が図られていくことが期待されている。

また、アセットオーナー・プリンシプルの受入れやその内容、実施状況について、行政や公的機関などが監査で指摘することはない。

企業年金には、事業主・基金が加入者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、対外的に示すことで、理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図っていくという形で、プリンシプルを活用していくことが期待される。

■■■関係法令等

【アセットオーナー・プリンシプル（抜粋)】

アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていくために、

原則１． アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。

原則２． 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則１の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。

原則３． アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。

原則４． アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。

原則５． アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

■■■■ポイント

ア　企業年金は、基本的にガイドラインに沿って、自らの置かれた状況に応じた判断・工夫のもとに活動し、必要に応じてその活動を見直していくなどの対応をしていれば、アセットオーナー・プリンシプルの趣旨に沿った対応ができているものと考えられる。

企業年金がプリンシプルを受け入れることで、加入者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検するとともに、これまでの取組を関係者に情報提供・発信し、加入者の企業年金への信頼や興味・関心に繋げていくことが期待される。

イ　原則５の補足原則５－１には、「スチュワードシップ責任を果たすに当たっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明をした上でその趣旨に則った対応を行うことを検討すべきである。その際、複数のアセットオーナーが協働して運用委託先のスチュワードシップ活動に対するモニタリング（協働モニタリング）を行うことも選択肢として考えられる」と記載されている（Ⅴ 関係法令等巻末資料「アセットオーナー・プリンシプル」参照）。

企業年金連合会では、この協働モニタリングの取組として、全ての確定給付企業年金が加入できる「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設置している。

（企業年金スチュワードシップ推進協議会）
https://www.pfa.or.jp/kanyu/stewardship/index.html

（参考）企業年金連合会のアセットオーナー・プリンシプルの受入れ表明

項目	受入れ表明文
前文	企業年金連合会（以下、「連合会」という。）は、中途脱退者等の最善の利益を勘案して、年金資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられるアセットオーナー・プリンシプルの趣旨に賛同し、本プリンシプルにおける全ての原則を受け入れます。
原則１	連合会は、専ら中途脱退者等の利益の増大を図るため運用目的を定め、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定め、状況変化に応じて適切に見直しを行います。 連合会は、法令等に基づき管理運用に関する基本方針を作成し、運用目的、運用目標、運用方針について定めています。
原則２	連合会は、原則１の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制が適切に機能するよう取り組みます。
原則３	連合会は、受託者責任を果たしながら運用目標の実現を図るため、運用

	方針に基づき、運用方法の適切な選択、投資先の分散、適切なリスク管理、最適な委託先の選定を行い、定期的に委託先の見直しを行います。
原則４	連合会は、中途脱退者等への説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行います。
原則５	連合会は、中途脱退者等のために運用目標の実現を図るにあたり、自ら並びに委託先である運用受託機関の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施します。 連合会は、日本版スチュワードシップ・コードを受入れており、国連「責任投資原則」（ＰＲＩ）に署名しています。 また、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設置し、運用受託機関におけるスチュワードシップ活動のモニタリングについて、当協議会会員の企業年金と協働して「協働モニタリング」を実施します。

（原文：https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/shisan05.html）

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

Ａ基金は、アセットオーナー・プリンシプルの５つの原則が、Ａ基金がすでに取り組んでいる内容であることを確認、点検するとともに、加入者等のステークホルダーに対するＡ基金のこれまでの取組の情報発信を目的として、プリンシプルの受入れを表明した。

Ⅳ　厚生年金基金

厚生年金基金における受託者責任を全うする上で果たすべき義務は、確定給付企業年金に課されたものと概ね同様となっており、本ハンドブックの各章の内容は厚生年金基金においても活用することができる。

他方、厚生年金基金は代行部分を保有していることから、確定給付企業年金にはない厚生年金基金特有の受託者責任が課せられている。

本章では、そうした厚生年金基金特有の受託者責任について解説する。

１．厚生年金基金の受託者責任に関する法令等

法令等	本章における略称
公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律附則第 5 条第 1 項の規定によりなおその効力を有するものとされた同法第 1 条の規定による改正前の厚生年金保険法	旧厚年法
公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律の施行に伴う経過措置に関する政令第 3 条第 2 項の規定によりなおその効力を有するものとされた公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令第 1 条の規定による廃止前の厚生年金基金令	廃止前基金令
公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律の施行に伴う厚生労働省関係省令の整備等及び経過措置に関する省令第 17 条第 1 項の規定によりなおその効力を有するものとされた同令第 1 条の規定による廃止前の厚生年金基金規則	廃止前基金規則
厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて　　別添「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（平成 9 年 4 月 2 日年発第 2548 号）	ガイドライン
厚生年金基金の年金給付等積立金の運用に係る基本方針について（平成 8 年 4 月 1 日年発第 2115 号）	運用基本方針通知
厚生年金基金の運用受託機関に対し提示すべき年金給付等積立金の運用指針について（平成 12 年 5 月 31 日年発第 383 号）	運用指針通知
厚生年金基金の資産運用に係る事務の取扱いについて（平成 9 年 6 月 11 日年運発第 9 号）	資産運用事務取扱通知
厚生年金基金の年金給付等積立金の自家運用について（平成 12	自家運用通知

年 5 月 31 日年発第 381 号）	
厚生年金基金の年金給付等積立金の自家運用に伴う事務の取扱いについて（平成 12 年 5 月 31 日年運発第 7 号）	自家運用事務取扱通知
厚生年金基金の事業運営について（昭和 41 年 11 月 30 日年発第 549 号）別紙「厚生年金基金の事業運営基準」	事業運営基準
厚生年金基金における事業運営基準の取扱いについて（昭和 42 年 3 月 28 日年企発第 20 号）別添「厚生年金基金事務取扱い準則」	事務取扱準則
厚生年金基金の設立要件について（平成元年 3 月 29 日企年発第 23 号・年数発第 4 号）別紙「厚生年金基金設立認可基準取扱要領」	設立認可基準取扱要領
「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」の改正を踏まえた存続厚生年金基金への対応について（令和 7 年 1 月 29 日事務連絡）	令和 7 年 1 月 29 日事務連絡

２．厚生年金基金における受託者責任

厚生年金基金における受託者責任はどのようになっているか見てみよう。

まず、厚生年金基金の内部の者についてであるが、厚生年金基金の理事は、基金業務の執行機関という立場にあり、法人である基金と理事は委任関係にあるので、基金に課せられた義務は実際上理事が果たしていかなければならないこととなる。

次表は、現行の法令上（法令は廃止されたものの、その効力が残っているものを含む）、どのような規定が設けられているかを表したものである。

ア　基金に対して ・安全かつ効率的な運用　（旧厚年法第 136 条の３） ・分散投資　（廃止前基金令第 39 条の 15） ・運用基本方針の作成　（旧厚年法第 136 条の４） ・運用指針（運用ガイドライン）の作成、交付　（廃止前基金規則第 42 条） ・適正な年金数理に基づく業務遂行　（旧厚年法第 130 条の３） ・安定した財政運営　（廃止前基金令第 33 条、第 39 条の２～４） ・誠実公正義務　（金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第 2 条）
イ　理事に対して 基金と理事の関係は民法上の委任ないし準委任に当たると考えられるので、 業務全体について ・善管注意義務　（民法第 644 条）

積立金の管理・運用業務について
・忠実義務及び任務懈怠理事の連帯損害賠償責任　（旧厚年法第 120 条の２）
・利益相反行為の禁止　（旧厚年法第 120 条の３）

次に、基金外部の者については、運用受託機関はどのような義務を負っているのであろうか。基金の資産運用に当たる者も、基金との間で委任（事務管理については準委任）の関係にあり、受託者責任を負う（米国等では、理事等を第一フィデューシャリー、運用受託機関を第二フィデューシャリーと呼ぶことがある）。

下表は、運用受託機関の注意義務と忠実義務について法制上の扱いを見たものである。従来は、それぞれの法律関係を前提として各業法等でバラバラに規定されていたが、忠実義務については、平成 14 年 4 月に旧厚年法に統一的に規定された。

	善管注意義務	忠実義務
信託銀行	信託業法第 28 条第 2 項	旧厚年法第 136 条の５ 信託業法第 28 条第１項
生命保険会社＊	なし	旧厚年法第 136 条の５
投資顧問業者	金融商品取引法第 42 条第 2 項	旧厚年法第 136 条の５ 金融商品取引法第 42 条第１項

＊　特別勘定については、協定書で誠実運用義務を定めている。
「生命保険会社は企業年金の本特別勘定特約を付加する趣旨に従い、誠実に注意深く当特別勘定の適正な運営を行うものとする」

なお、運用受託機関も、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律第 2 条における「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」とする規定の対象となっている。

３．厚生労働省ガイドライン

厚生年金基金関係者の受託者責任については、平成 8 年頃までは資産運用利回りが予定利率の 5.5%を概ね超えていたことによって運用受託機関への「お任せ運用」でも問題が顕在化しなかったことや、5：3：3：2 規制に代表されるような諸規制があったことで裁量の範囲が限定されていたことなどにより、あまり意識されることはなく、また、法令も十分には整備されず、判例もなかったことから、具体的にどのような内容のものであるかわかりにくいという状態であった。

そこで、平成9年4月に厚生省（当時）は、資産運用に関して、現行の法令（当時）を補い、基金関係者の役割及び責任を明確化、具体化するために、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を作成した。このガイドラインは、

資産運用のプロセスごとのルールをできる限り網羅的、体系的に整理したものであり、基金の理事が資産運用に当たって遵守すべき基本的なルールについては、一応整備されたと言えよう。さらに、同年6月には解説書も出版され、ガイドライン本文で書ききれなかった事項を補い、またガイドライン研究会での議事要旨を紹介している。その後、平成24年9月には、いわゆるAIJ問題を契機として、受託者責任の徹底が必要となってきていることから、廃止前基金規則及び上記ガイドラインについて所要の改正が行われた。

４．Ⅱ・Ⅲ 各論における確定給付企業年金と厚生年金基金のガイドライン上の主な差異

【Ⅱ 各論（ガイドライン「３ 事業主及び基金の理事」部分）】

項目	確定給付企業年金と厚生年金基金のガイドライン上の主な差異[2]		関係法令等
	確定給付企業年金	厚生年金基金	
1．事業主及び基金の理事			
(1)一般的な義務			
① 法令上の義務			
(善管注意義務)	―	確定給付企業年金と同様	・民法第 644 条
(忠実義務)	―	確定給付企業年金と同様	・民法第 643 条、第 644 条、第 656 条 ・旧厚年法第 120 条の2、第 120 条の3 ・廃止前基金令第 39 条の 14 ・廃止前基金規則第 64 条の2 ・令和7年1月 29 日事務連絡
(誠実公正義務)		確定給付企業年金と同様	・金融サービス提供法第 2 条
②一般的基準	―	確定給付企業年金と同様	―
(2)基本的な留意事項			
(分散投資義務)	―	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第 136 条の3 ・廃止前基金令第 39 条の 15
(資産構成の重視)	―	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第 136 条の3 ・廃止前基金令第 39 条の 13

[2] 令和７年１月 29 日事務連絡により厚生年金基金においても取り組むことが重要とされた事項については、「確定給付企業年金と同様」としている。

【Ⅱ 各論（ガイドライン「3 事業主及び基金の理事」部分）】

（資産の特性等への配慮）	－	確定給付企業年金と同様	－
（資産状況の把握）	（資産状況の把握） ○ 事業主及び理事長等は、少なくとも毎事業年度ごとに、資産全体の構成割合を時価で把握しなければならない。	（資産状況の把握） ○ 理事長等は、少なくとも四半期ごとに、基金全体の資産構成割合を時価で把握しなければならない。	・廃止前基金令第41条の6
(3)株式による掛金の納付に当たっての留意事項	－	－	－
(4)運用の基本方針			
（策定）	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第136条の4 ・運用基本方針通知(1)、(2)
（内容）	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第136条の4 ・廃止前基金規則第42条 ・運用基本方針通知(1)、(2) ・令和7年1月29日事務連絡
(オルタナティブ投資を行う場合の留意事項)			
（運用の基本方針への記載）	－	確定給付企業年金と同様	－
（運用受託機関の選任に当たっての留意事項）	－	確定給付企業年金と同様	－
（運用戦略内容等の確認）	－	確定給付企業年金と同様	－

【Ⅱ 各論（ガイドライン「3 事業主及び基金の理事」部分）】

（策定の手続、見直し）	－	確定給付企業年金と同様	・令和7年1月 29 日事務連絡
(5)運用の委託			
① 運用受託機関の選任・契約締結			
（選任の基準）	運用受託機関の「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）の受け入れやその取り組みの状況、ESG（環境、社会、ガバナンス）に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい。	※ 記載はないが、確定給付企業年金のガイドラインに準拠することが望ましいと考えられる。	・運用基本方針通知 別添4
	運用受託機関及び資産管理機関の選任にあたっては、その受託する業務（生命保険一般勘定契約又は生命共済一般勘定契約を除く）に係る内部統制の保証報告書（日本公認会計士協会監査・保証実務委員会実務指針第 86 号その他の基準にもとづく報告書をいう）等の保証業務の提供を受けていることを定性評価項目とすることが望ましい。		
（定量評価の基準）	定量評価の際に提示を受ける収益率及びリスクは、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）に馴染まない運用商品を除きGIPS に準拠し検証を受けたものなど一定の合理的な方法に基づいて計算さ	※ 確定給付企業年金のガイドラインに準拠することが望ましいと考えられる。	－

	れ管理されているものであることが望ましい。		－
（定性評価の基準）	－	確定給付企業年金と同様	－
（義務の明確化、契約締結の手続）	－	確定給付企業年金と同様	－
② 運用受託機関の管理			
（運用ガイドラインの提示）	○ 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に次の取組みを求めることが望ましい。 ・利益相反についての明確な方針の策定と公表 ・投資先企業の状況の的確な把握と、その状況の公表 ・投資先企業との間で、建設的な対話を通じ事業環境についての認識を共有するとともに、認識した課題について改善に向けた取り組みを促すこと ・議決権の行使の方針の提示と行使結果の公表 ・目的を持った対話の状況や議決権行使状況についての報告	※ 記載はないが、確定給付企業年金のガイドラインに準拠することが望ましいと考えられる。	・旧厚年法第136条の4 ・廃止前基金規則第42条 ・運用指針通知
（報告の請求）	○ 年金運用責任者は、運用受託機関に対し、少なくとも毎事業年度ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならないが、四半期	○ 理事長等は、運用受託機関に対し、少なくとも四半期ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならない。	・廃止前基金規則第46条の6 ・運用基本方針通知 別添4 ・運用指針通知3

【Ⅱ 各論（ガイドライン「3 事業主及び基金の理事」部分）】

	での報告などより高い頻度で報告を求めることが望ましい。		
	○ 運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合には、その運用受託機関が行った活動（議決権行使を含む）の実績について報告を受けることが望ましい。また、当該活動について、複数の企業年金が協働してモニタリングする取組に参画することも考えられる。	※ 記載はない（後段は令和7年1月 29 日事務連絡により準用）が、確定給付企業年金のガイドラインに準拠することが望ましいと考えられる。	・令和7年1月 29 日事務連絡
（契約上の義務の違反）	－	確定給付企業年金と同様	－
（分散投資に関する通知を受けるための体制整備）	－	**本章「5．（5）②（分散投資に関する通知を受けるための体制整備）」参照**	同左
③ 運用実績の評価と見直し			
（運用評価と見直し）	－	確定給付企業年金と同様	・令和7年1月 29 日事務連絡
（運用評価の期間）	－	確定給付企業年金と同様	－
（運用評価の基準）	－	確定給付企業年金と同様	・運用基本方針通知 別添4 ・運用指針通知 別添4
（掛金の払込割合の変更等）	－	確定給付企業年金と同様	・資産運用事務取扱通知1

(変更等の手続)			
④執行コスト等への配慮	－	確定給付企業年金と同様	・運用基本方針通知 別添4
(6)基金における自家運用			
①運用の基本方針における規定 ②政策的資産構成割合の策定	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第136条の3、第176条 ・廃止前基金令第39条の13 ・廃止前基金規則第42条 ・運用基本方針通知3、5 ・自家運用事務取扱通知第1
③運用対象等	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第136条の3 ・廃止前基金令第39条の6～第39条の12 ・金融商品取引法第2条
④資産状況の把握 ⑤資金の管理 ⑥報告の請求	－	確定給付企業年金と同様	・自家運用通知第4
⑦契約上の義務の違反	－	確定給付企業年金と同様	－
⑧有価証券の売買 ⑨執行コスト等への配慮	－	確定給付企業年金と同様	－

【Ⅱ 各論（ガイドライン「3 事業主及び基金の理事」部分）】

⑩投資信託等への運用に当たっての留意事項	－	確定給付企業年金と同様	・自家運用通知第1
⑪デリバティブ（金融派生商品）の利用に当たっての留意事項	－	確定給付企業年金と同様	・廃止前基金規則第41条の4 ・自家運用通知第2
⑫株式インデックス運用に当たっての留意事項	－	確定給付企業年金と同様	・廃止前基金令第39条の12 ・廃止前基金規則第41条の2 ・自家運用通知第3 ・自家運用事務取扱通知第12
(7)資産管理の委託			
①資産の保全	－	確定給付企業年金と同様	－
②資産管理を行う機関の選任・契約締結等	－	確定給付企業年金と同様	－
(8)運用コンサルタント等の利用	－	確定給付企業年金と同様	・運用基本方針通知(1)、(2)、別添3
(9)専門性の確保・向上	－	○　運用執行理事をはじめとする管理運用業務に携わる者は、自らが有する管理運用業務に関する専門的知識及び経験等の程度に応じ、企業年金連合会等が実施する資産運用に係る研修を受講しなければならない。	・民法第644条 ・設立認可基準取扱要領第1 ・事業運営基準第3 ・令和7年1月29日事務連絡

		※その他は確定給付企業年金と同様	
(10)利益相反			
①事業主の法令上の禁止行為等 ②理事の法令上の禁止行為等	－	**本章「6.(10)利益相反」参照**	同左
③忠実義務違反のおそれがある行為	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第120条の2、第120条の4
④基金から基金型事業主（事業主）への注意喚起	－	確定給付企業年金と同様	－
(11)基金の理事の責任			
① 管理運用に係る意思決定に関する理事の責任			
（理事の義務）	－	確定給付企業年金と同様	・民法第643条 ・旧厚年法第120条の2
（理事の責任）	－	確定給付企業年金と同様	・民法第643条 ・旧厚年法第120条、第120条の2
② 管理運用業務の執行に関する理事の責任			
（理事長の義務）	－	確定給付企業年金と同様	・民法第643条 ・旧厚年法第120条 ・事業運営基準第3
（管理運用業務を執行する理事の義務）	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第120条、第120条の2、第136条の3

【Ⅱ 各論（ガイドライン「３ 事業主及び基金の理事」部分）】

			・廃止前基金令第39条の13 ・事業運営基準第3 ・事務取扱準則第1、第4
（理事長等の責任）	－	確定給付企業年金と同様	・旧厚年法第120条の2 ・ガイドライン8(1) ・事業運営基準第3
③義務履行の評価	－	確定給付企業年金と同様	－

【Ⅲ 各論（ガイドライン「６ その他」部分）】

項目	確定給付企業年金と厚生年金基金のガイドライン上の主な差異[3]		関係法令等
	確定給付企業年金	厚生年金基金	
６ その他			
(1)会議録等の作成・保存			
(業務執行の記録)	－	確定給付企業年金と同様	－
(基金における理事会の会議録)	－	確定給付企業年金と同様	－
(基金における代議員会の会議録)	－	確定給付企業年金と同様	廃止前基金令第 13 条 事業運営基準第2 事務取扱準則第1
(2)基金における代議員会への報告	(報告の内容) ○ 報告の内容としては、次の事項が考えられる。 (略) カ 運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告 キ 基金の管理運用体制の状況 (略) ケ 資産運用委員会における議事の状況その他の情報	(報告の内容) ○ 報告の内容としては、次の事項が考えられる。 (略) カ 基金の理事及び職員に係る 3(9)の研修の受講の状況並びに自己研鑽の状況その他基金の管理運用体制の状況 (略) ○ 代議員会に対しては、資産運用委員会における議事の状況その他の情報についても積極的に報告することが望ましい。代議員会からこれらについて報告の要請があった場合には、理事長等は、合理的な理由のない限り、拒否す	－

[3] 令和７年１月 29 日事務連絡により厚生年金基金においても取り組むことが重要とされた事項については、「確定給付企業年金と同様」としている。

【Ⅲ 各論（ガイドライン「６ その他」部分)】

		べきでない。	
(3)加入者等への業務概況の周知	(加入者への周知) ○　事業主等は、加入者に対し、毎事業年度一回以上、管理運用業務に関する規約並びに次のａからｃまでの事項の事項を、ア、イ、ウ、エ、オのいずれかの方法により周知させなければならない。 (略) ウ　電磁的記録媒体(略)に記録し、かつ、各設立事業所に加入者が当該記録の内容を常時確認できる機器を設置する方法 エ　電子情報処理組織(略)を使用する方法のうち以下のどちらかに該当するものにより加入者に提供する方法 (略) ○　なお、事業主等は、管理運用業務に係る事項について労働組合等の同意を得るまでの議論又は理事会及び代議員会における議事の状況その他の情報についても希望があれば提供する旨を、加入者に対し、あらかじめ知らせておくことが望ましい。 ○　また、事業主等は運用受託機関から、その運用受託機関が行ったスチ	(加入員への周知) ○　基金は、加入員に対し、毎事業年度一回以上、管理運用業務に関する規約並びに次のａからｃまでの事項を、ア、イ、ウ、エのいずれかの方法により周知させなければならない。 (略) ウ　磁気テープ、磁気ディスクその他これらに準ずる物に記録し、かつ、各設立事業所に加入員が当該記録の内容を常時確認できる機器を設置する方法	旧厚年法第 115 条、第 177 条の2 廃止前基金令第 13 条、第 14 条、第 39 条 廃止前基金規則第 56 条の2 令和7年1月 29 日事務連絡

	ュワードシップ活動に関し報告を受けた場合には、当該報告についても、加入者に対し周知することが望ましい。 ○ また、加入者の関心・理解を深めるため、必要に応じて図表を用いる等加入者へわかりやすく開示するための工夫を講ずることが望ましい。積立水準について他の確定給付企業年金との比較をすることなども考えられる。 （略） ○ その他、確定給付企業年金を実施する事業主は、企業の退職金制度の全体像及びその中での当該確定給付企業年金の位置づけを解説すること等も考えられる。基金においても、基金型事業主と十分に連携し情報提供を受けた上で、同様の解説をするか、あるいは、基金型事業主に同様の解説を促すことが望ましい。		
（4）基金から基金型事業主（事業主）への情報提供	－	確定給付企業年金と同様	－
（5）管理運用業務に関す	－	確定給付企業年金と同様	－

【Ⅲ 各論（ガイドライン「６ その他」部分）】

る情報開示に当たっての留意点			
（6）アセットオーナー・プリンシプル	－	確定給付企業年金と同様	令和7年1月 29 日事務連絡

５．（５）②（分散投資に関する通知を受けるための体制整備）

■ガイドライン本文

（分散投資に関する通知を受けるための体制整備）

○　理事長等は、運用受託機関から金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則（昭和 57 年大蔵省令第 16 号）第 23 条第 2 項第 6 号、保険業法施行規則（平成 8 年大蔵省令第 5 号）第 53 条第 1 項第 6 号イ、信託業法施行規則（平成 16 年内閣府令第 107 号）第 41 条第 2 項第 6 号及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 52 号）第 130 条第 1 項第 12 号の規定に基づく通知（以下「分散投資に関する通知」という。）を受けるため、運用受託機関に対し、運用ガイドライン交付時に運用の基本方針の写し及び基金の総資産額を示す資料を交付しなければならない。基金の総資産額を示す資料については、その後毎事業年度一回以上、運用受託機関に交付しなければならない。

（注）既に運用の基本方針の写しを交付した運用受託機関に対しては、記載内容に変更がない限り、再度交付する必要はない。

○　理事長等は、運用の基本方針に記載した事項を変更した場合には、運用受託機関に対して遅滞なく、運用の基本方針の写しを交付しなければならない。

○　理事長等は、運用受託機関から分散投資に関する通知を受けた場合には、運用状況について時価で確認を行い、その結果を代議員会及び資産運用委員会を設置している基金にあっては資産運用委員会に報告しなければならない。

○　理事長等は、確認により、分散投資義務に違反していること又は違反するおそれがあることが判明したときは、投資配分比率を調整するなど必要な措置を講じ、当該措置について、分散投資に関する通知をした運用受託機関に報告しなければならない。分散投資義務に違反するおそれがないことが判明したときは、その旨を分散投資に関する通知をした運用受託機関に連絡しなければならない。

■■趣旨

ア　AIJ 事件において、企業年金で同一の運用受託機関の同一の運用商品に過度に集中して投資していた例が見られたことを踏まえ、厚生年金基金において分散投資義務違反が発生するおそれがあることを運用受託機関が把握した場合に、基金へ通知する義務が運用受託機関に課された。

イ　運用受託機関が厚生年金基金において分散投資が行われているかの判断を行うことができるように、厚生年金基金の理事長等に対し、運用の基本方針と基金の純資産額を示す資料の交付を義務付けたものである。

■■■関係法令等

ア　廃止前基金令 第 39 条の 15　基金は、年金給付等積立金を、特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない。

■■■■ポイント

ア　運用受託機関は、契約時だけではなく分散投資義務違反が発生するおそれがあることを把握した場合に、厚生年金基金に通知する義務があるため、分散投資の状況について定期的に確認する必要がある。そのため、厚生年金基金の理事長等は基金の総資産額を示す資料を毎事業年度 1 回以上運用受託機関に交付しなければならない。

イ　また、厚生年金基金が分散投資義務を果たしているかどうか、運用受託機関が判断するために、運用の基本方針を変更した場合には、厚生年金基金の理事長等は遅滞なく運用の基本方針の写しを運用受託機関に交付しなければならない。

ウ　運用受託機関は、分散投資義務違反のおそれがあると厚生年金基金に通知した後、違反するおそれが解消しない場合には、運用指針の変更の検討等を求めること等を厚生年金基金と協議しなければならない。さらに運用受託機関は、協議を経ても分散投資義務に違反するおそれが解消しない場合においては、最終的に運用受託契約の解除を含めて検討を行う等、厚生年金基金が分散投資義務を履行することを確保するための必要な方策を講じなければならない。

エ　厚生年金基金の理事長等は、運用受託機関に課された義務を理解し、運用受託機関から分散投資義務違反のおそれに関する通知を受けた場合には、運用状況を時価で確認を行い代議員会等に報告しなければならない。

オ　理事長等は、時価で運用状況の確認を行った結果、分散投資義務に違反していることまたは違反するおそれがあることが判明した場合には、投資配分比率を調整するなど、必要な措置を講じ、その措置について分散投資義務違反のおそれがあると通知した運用受託機関に報告しなければならない。また、分散投資義務違反のおそれがないことが判明した場合にも、その旨を分散投資義務違反のおそれがあると通知した運用受託機関に報告しなければならない。

■■■■■想定事例

ア　注意義務の観点から不適切と考えられる事例

（ア）　A厚生年金基金のａ常務理事は、B運用受託機関から分散投資違反の懸念がある

旨の通知を受けたが、時価変動による一過性の事象と思い、放置した。

イ　注意義務の観点から望ましいと考えられる事例

（ア）　A厚生年金基金のａ常務理事は、Ｂ運用受託機関から分散投資違反の懸念がある旨の通知を受けて、時価での資産構成比を確認した。その結果、国内株の急上昇で、総資産額に占める国内株式の比率が過大になっていることが判明したため、国内株式の委託額を減らし、他の資産の委託額を増やした。

６．（１０）利益相反

①　事業主の法令上の禁止行為等

（禁止行為、禁止行為の例、加入者等以外の第三者、特定の方法の指図、特別な利益の提供）

②　理事の法令上の禁止行為等

（禁止行為、禁止行為の例）

■ガイドライン本文

① 法令上の禁止行為等

（禁止行為）

○　理事は、次の行為をしてはならない（法第 120 条の 3 及び規則第 64 条の 2 参照）。

ア　自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的で、特別な利益の提供を受けて、積立金の管理及び運用に関する契約を基金に締結させること。

イ　自家運用を行う場合において、自己又は基金以外の第三者の利益を図る目的で、自己又は自己と利害関係のある者の有する有価証券を自家運用に係る資産で買い取ること。特定信託契約（法第 136 条の 3 第 1 項第 4 号 2 又は同項第 5 号へに規定する運用方法を特定する信託の契約をいう。以下同じ。）を締結している場合には、この旨を信託銀行に指図すること。

ウ　自家運用を行う場合において、自己又は基金以外の第三者の利益を図る目的で、自己又は自己と利害関係のある者に対し、自家運用に係る有価証券を売り渡すこと。特定信託契約を締結している場合には、この旨を信託銀行に指図すること。

（特別な利益の提供）

○　「特別な利益の提供」とは、一般の人や一般の場合と比較して有利な条件で与えられる利益又は一般の人には与えられない特恵的若しくは独占的利益の提供をいい、例えば、金銭の提供、有利な条件による物品等の譲渡、貸付その他信用の供与又は役務の提供等がこれに該当すると考えられる。

（利害関係のある者）

○　「自己と利害関係のある者」としては、例えば、理事の親族、事業主及びその役員等が考えられる。

（公務に従事する者としての行為）

○　基金の役員及び基金に使用され、その事務に従事する者は、刑法その他の罰則の適用については、法令により公務に従事する職員とみなされるため（法第 121 条参照）、上記の禁止行為に該当しない場合であっても、運用受託機関等から特別な利益の提供を受けてはならない。

○　基金は、公的年金制度の一部を代行する公共性の高い事務を行うものであることにかんがみ、国家公務員倫理規程（平成 12 年政令第 101 号）に準拠して基金の役職員の職務に係る倫理に関する規程を定めなければならない。

■■趣旨

厚生年金基金の理事が管理運用業務の意思決定・執行を行う場合の基本的な考え方は、加入員等のため忠実にその職務を執行しなければならず、加入員等の利益を犠牲にして、自己や第三者の利益を図ってはならないというものである。

また、厚生年金基金において、自家運用を行う場合に、理事本人または理事と利害関係

のある者と、自家運用に係る資産の間で、自己または基金以外の第三者の利益を図る目的で、有価証券の取引を行うことは、取引の相手方となる基金が不利益を被るおそれが極めて強いことから禁止される。

「特別な利益を受けて契約を締結すること」は、積立金の管理運用業務の遂行において事業主が自己の利益を図るものであり、加入者等の不利益を招く可能性が極めて高いことから、法令で具体的にこれを禁止している。

厚生年金基金の理事・職員は、旧厚年法第 121 条により、公務に従事する者とみなされるため、刑法その他の罰則の適用において、公務員に準ずることとなる点に留意する必要がある。また、厚生年金基金は、公的年金制度の一部を代行する公共性の高い事務を行うものであることにかんがみ、国家公務員倫理規程に準拠した役職員の職務に関する倫理規程を定める必要がある。

■■■関係法令等

ア　旧厚年法

第 120 条の３　理事は、自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもつて、年金たる給付及び一時金たる給付に充てるべき積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為をしてはならない。

２　理事が前条第 3 項に規定する基金の業務についてその任務を怠ったときは、その理事は基金に対し連帯して損害賠償の責めに任ずる。

第 121 条　基金の役員及び基金に使用され、その事務に従事する者は、刑法（明治 40 年法律第 45 号）その他の罰則の適用については、法令により公務に従事する職員とみなす。

イ　廃止前基金規則

第 64 条の２　法第 120 条の 3 第 1 項に規定する厚生労働省令で定める行為は、次のとおりとする。

一　特別の利益を受けて、年金給付等積立金の管理及び運用に関する契約を基金に締結させること。

二　法第 136 条の 3 第 1 項第 4 号ニ又は同項第 5 号へに規定する契約において、当該契約に係る信託会社に指図して自己若しくは自己と利害関係のある者の有する有価証券を当該信託会社に取得させ、又は当該信託会社に指図して当該契約に係る有価証券を自己若しくは自己と利害関係のある者が取得するようにさせること。

三　法第 136 条の 3 第 1 項第 4 号イ若しくはロ又は同項第 5 号イからホまでに規定する契約において、自己若しくは自己と利害関係のある者の有する有価証券を当該基金に取得させ、又は当該基金に当該契約に係る有価証券を自己若しくは自己と利害関係のある者が取得するようにさせること。

ウ　刑法

第 197 条　公務員が、その職務に関し、賄賂を収受し、又はその要求若しくは約束をしたときは、5 年以下の懲役に処する。この場合において、請託を受けたときは、7 年以

下の懲役に処する。

エ　自家運用事務取扱通知
第２　法第 136 条の 3 第 1 項第 5 号に掲げる運用方法に伴う積立金の管理について
基金は、法第 136 条の 3 第 1 項第 5 号イ又はヘ（1）に掲げる有価証券の売買により運用する場合には、同一の会社の発行する社債の合計額は、同項第 5 号に係る運用資産額全体の 10%以下となるよう運用すること。

■■■■ポイント

ア　「自己又は当該基金以外の第三者」は、理事の親族、事業主（母体企業）及びその役員等が当然含まれると考えられるが、これらの者に限定されない。
・理事本人、理事の家族が役員を務める会社
・母体企業と取引のある企業や金融機関

イ　近年、欧米諸国や我が国の金融行政方針等においても加入員等保護の観点から「フィデューシャリー・デューティー」が強調され、利益相反に対して厳しい目が向けられているといった環境変化に留意する必要がある。

ウ　法令違反となるには「利益を図る目的」の認定が必要となる。特定の運用受託機関を採用するよう依頼を受けている場合に、基金の理事本人等が特別な利益を受けていると、自己または第三者の利益を図る目的があったと認定される可能性が高い。なお、目的の認定には、取引条件などが考慮されることになろうが、それに限定されない。具体的には判例などによることになると考えられる。

エ　「厚生年金基金の理事、職員」は刑法などの適用において、公務員に準じるため、職務に関連し、または契約締結の依頼を受けて、特別な利益を受け取った場合は、実際に契約に至らない場合でも、収賄罪に問われる。賄賂罪の保護法益は、「公務員の職務に対する信頼」であり、信頼が損なわれておれば、犯罪は成立する。公務員が正当な業務を行った場合でも、特別な利益を受けていれば収賄になる。

オ　厚生年金基金の役職員は、公務に従事する者とみなされており、国家公務員と同水準の倫理を保持することが求められていることを自覚し、基金の加入員、受給権者全員の利益のために、公平、公正な職務の執行に当たらなければならない。

カ　「契約を締結すること」とは、新たに契約を結ぶ場合の他に、既存契約を継続する場合も含まれると考えられる。
なお、結果として契約が締結されなかったとしても、特別な利益の提供を受けて契約

締結を検討することは、忠実義務に違反するおそれがあり、注意が必要である。

キ　特別の利益の提供を受けて締結された契約は、利益相反を招きやすく、加入員等が不利益を被る可能性が高いため、仮に契約内容が他の契約と比べて加入員等にとって不利でない場合でも禁止される。

ク　特別な利益には、一般儀礼的なものは含まない。なお、厚生年金基金の役職員は「みなし公務員」であるため、利害関係者からせん別・祝儀・香典・供花その他これに類するものを受け取ること等も禁止行為とされていることに留意する必要がある（国家公務員倫理規程第3条第1項第1号)。

ケ　法令違反に該当するには損失の発生を要件としない。直ちに加入員等の損失が判定しがたい場合でも、自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって行われた利害関係者との取引は、加入員等が不利益を被る可能性が高いためである。

コ　有価証券の買取り、売渡しには、有価証券の交換も含むと考えられる。

サ　金融機関等を介在させて、間接的に利害関係者等の保有する有価証券の買取り、もしくは利害関係者等への有価証券の売渡しが行われた場合、理事本人や第三者の利益を図る目的があれば、本規定との関係からして忠実義務違反となる。

■■■■■想定事例

ア　忠実義務違反のおそれがあると考えられる事例

（ア）　厚生年金基金を実施しているＡ社は、自社のメインバンクであるＢ運用受託機関から基金の資産運用の受託機関と選任するよう依頼され、選任しないときには自社の借入条件等が悪化する懸念を生じたためにＢ運用受託機関を採用した。

（イ）　Ａ基金のａ理事は、Ｂ運用受託機関から基金の資産運用の受託機関とするよう依頼され、金品を受けてＢ運用受託機関を採用した。

（ウ）　Ａ基金のａ理事は、自己保有の不動産を市場価格より高い価格で購入してもらう約束で、Ｂ運用受託機関のシェアを大幅にアップするよう他の理事に働きかけた。

（エ）　Ａ基金のａ理事は、自己が役員を務める会社の保有する債券を市場価格よりも高い価格で、Ａ基金の自家運用に係る資産で買い取らせた。

（オ）　Ａ基金のａ理事は、母体企業であるＢ金融機関の証券子会社Ｃ社からの依頼を受けて自家運用にかかる資産で取引を開始した。Ａ基金では発注方法などを特に定めていない中で、ａ理事は条件にかかわらず一定割合の取引をＣ社に発注するように信託銀行に指図をした。

（カ）　Ａ基金のａ理事は、母体企業の発行する社債を自家運用による年金資産で購入した。Ａ基金では一発行会社あたりの社債購入額の上限は設けておらず、同社の社債が自家運用資産のかなりの部分を占めるようになった。

＊この事例はガイドライン本文の禁止行為とは直接関係は無いが、年金資産の分散投資効果を犠牲にすることで、結果的に母体企業の資金調達を容易にしたと考える余地がある。

（キ）　Ａ基金のａ理事は、Ｂ運用受託機関から厚生年金基金の資産運用の受託機関とするように依頼され、金品を受け取った。Ｂ運用受託機関は選考の対象には入ったが、最終的にＢ運用受託機関は採用されなかった（みなし公務員規定違反）。

イ　忠実義務違反とならないと考えられる事例

（ア）　Ｂ運用受託機関と契約を締結したＡ基金のａ理事は、Ｂ運用受託機関とかねてから個人的な取引関係にあった。しかし、その取引は通常の条件で行われており特段便宜を図ってもらっているものではなく、またａ理事は自分やＢ運用受託機関の利益を図る意図はなく、適切な評価に基づいて代議員会の議決を経てＢ運用受託機関と契約を締結したものであった。

（イ）　Ａ基金のａ理事は、基金の母体企業であるＢ銀行から債券を自家運用に係る資産で購入した。ただし、当該債券の購入に際しては複数の金融機関に価格を確認し、Ａ基金に最も有利な条件を提示したＢ銀行からの購入に至ったものである。

Ⅴ　チェックリスト

「３　事業主及び基金の理事」部分チェックリスト

このチェックリストは、主として注意義務及び忠実義務の対象を具体的に示すことにより、業務の適正な遂行に資するために作成したものである。利用に当たっては次の諸点にも留意する必要がある。

＊主要な対象はカバーしているが、必ずしも網羅的ではない。
＊主として対象業務を記述したものであり、
　a)　誰が（義務遂行の主体）
　b)　何時（遂行のタイミング）
　c)　どのように（方法論）
注意義務及び忠実義務を果たすべきかについて、考慮することが必要である。
＊個々の対象項目について､項目間の整合性が全体としてとられていることが重要である。

（以下、ガイドライン順に掲載）

（２）基本的な留意事項について

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
（計画） 分散投資義務	・資産の種類の分散 ・分散投資しない場合の「合理性」の説明、運用の基本方針への記載及び加入者等への周知		
資産構成の重視	・資産全体のリスク許容度を踏まえた目標収益率の設定 ・政策アセット・ミクスまたは資産構成についての方針の作成 ・資産全体のポートフォリオのリスク管理		
資産の特性等への配慮	当該資産について、次の事項のチェック ・運用と企業年金の目的の整合性 ・資産全体に与えるインパクト ・流動性 ・運用及び管理に要する費用 ・運用受託機関の専門的能力の水準		

（実施） 資産状況の把握	・四半期ごとに企業年金全体の資産構成割合を時価で把握し、上記の観点からチェックを行う。		
（評価）	・資産状況の把握に基づき必要な措置をとる。		

（３）株式による掛金の納付に当たっての留意事項

（４）運用の基本方針

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
（策定） 個別事情の考慮	・成熟度 ・積立水準 ・事業主の掛金負担能力 ・経営状況など		
（内容） 内容の特定	・運用の目的 ・運用目標 ・政策アセット・ミクス ・運用受託機関の選任 ・運用業務に関する報告の内容・方法 ・運用受託機関の評価 ・運用に関し遵守すべき事項 ・運用のリスク管理に関する事項 ・集中投資に関する方針（集中投資を行う場合の「合理性」の記載）		
（自家運用を行う場合）	自家運用に関する事項		
政策アセット・ミクス	・当該企業年金にとって最適と考えられる政策アセット・ミクスの策定 ・政策アセット・ミクスの決定に関し、専門的知識及び経験を有する者を置くよう努める		
ALM 分析	・経済投資環境予測 ・資産サイド分析 ・負債サイド分析 ・総合分析		
オルタナティブ投資を行う場合の留意事項	・オルタナティブ投資を行う目的 ・政策アセット・ミク		

	スにおけるオルタナティブ投資の位置付けとその割合 ・固有のリスクに関する留意事項		
（策定の手続き、見直し）	・中長期的な観点で策定 ・資産運用委員会で議論 ・加入者の意見聴取 ・（基金型の場合）理事会等基金内部での意思決定手続きを経る ・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		
モニタリング	・企業年金の状況や環境変化に応じ整合性をチェックする		
見直し	・定期的に見直し ・少なくとも再計算のタイミングで行う		

（５）運用の委託

①　運用受託機関の選定・契約締結について

注意項目	具体的内容(程度)	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
(選任の基準) 運用受託機関の得意とする運用方法の考慮	・定量評価に定性評価を加えた総合評価 ・ファンド・マネージャーないしそれに準ずる者からのヒアリング ・運用コンサルタントや資産運用委員会からのヒアリング		
(定量評価の基準)	・時価による収益率で、GIPS 等合理的な方法に基づき計算されている ・市場ベンチマークとの比較 ・同様の運用を行う他社との比較 ・超過収益率に加え、リスクやインフォメーション・レシオも加味		
(定性評価の基準)	・投資方針 ・組織及び人材 ・運用プロセス ・事務処理体制 ・リスク管理体制 ・コンプライアンス ・「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫の受け入れや取り組み状況 ・内部統制の保証報告書等の取得状況		
(義務の明確化) 運用受託機関の義務を明確にする	・運用受託機関との契約の特性（保険か信託か、単独運用か合同運用かなど）を踏まえる ・受益者に対する忠実義務に抵触しないよう留意		

（契約締結の手続き） 企業年金内部の意思決定手続きに従った契約締結（体制）	・選任の理由の明確化 ・（基金の場合）理事会など適切な手続きによる意思決定 ・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		

②　運用受託機関の管理

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
（運用ガイドラインの提示）	・運用の基本方針との整合性 ・運用受託機関との協議 ・文書による提示 ・（内容） 遵守すべき資産構成割合の基準及び基準からの乖離の許容幅（資産構成についての方針でも可） ・運用手法（パッシブ、アクティブ） ・各資産毎のベンチマーク ・運用受託機関からの報告の内容及び方法 ・運用受託機関の評価 ・運用受託機関の遵守及び禁止事項 ・その他運用の基本方針に関し必要な事項		
	・運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合、その取組み		
（報告の請求 1） 遵守状況	以下との比較 ・契約内容 ・運用の基本方針 ・運用ガイドライン		
（報告の請求 2） 運用状況の結果の時価での報告	・高い頻度（少なくとも四半期）での報告請求		

（報告の請求 3） 合同運用の運営実態の把握	・運用方針 ・資産構成 ・運用状況 ・配当の考え方など		
（報告の請求 4） 運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合、スチュワードシップ活動の把握	・スチュワードシップ活動における実績（議決権行使を含む） ・協働モニタリングによる情報の活用		
（報告の請求 5） 運用受託機関にかかわる定性面の把握	・運用方針の変更 ・運用責任者や運用担当者の大幅な異動等の体制変更		
（契約上の義務の違反） 受託機関の責任追及	・損害賠償請求も検討		

③　運用実績の評価と見直し

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
（運用評価と見直し）	・定期的に評価 ・（基金型の場合）理事会等基金内部での意思決定手続きを経る ・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		
（運用評価の期間）	・一定（例えば 3 年以上）の期間が必要		
（運用評価の基準）	・運用の基本方針に明示 ・運用ガイドラインに明示し運用受託機関に提示		
（シェア変更）	・十分な定性評価を加味した適正な運用受託機関評価 ・合理性の提示 ・事業主または基金自身による判断		
（変更手続き）	・（基金の場合）理事会等基金内部での意思決定手続きに従って行う		

	・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		

④執行コスト等への配慮

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
総コストの最小化	（コストの種類） ・取引手数料 ・タイミングコスト ・マーケット・インパクト・コスト ・機会コスト		
運用受託機関からの報告・評価	・有価証券売買に当たっての証券会社選定基準 ・証券会社の売買執行評価 ・運用受託機関の定性評価への反映 ・売買回転率が高い運用手法については特に注意 ・運用受託機関入替え時のトランジション・マネジメントの検討		

（６）自家運用（基金のみ）

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
運用の基本方針	・自家運用の役割と位置付け ・管理運用の体制：運用内容に応じ、運用執行理事、ファンド・マネージャー、システム構築が必要 ・運用対象：法令上限定列挙 ・運用実績の評価方法		
政策アセット・ミクスの策定	・自家運用部分を含めた政策アセット・ミクス		
金融機関との契約締結	・選任の理由の明確化		
資産状況の把握	・体制整備 ・有価証券売買を行う運用の場合は、日々の時価管理システム整備		
資金等の決済管理	・有価証券売買を行う運用の場合は、日々の現金と保有有価証券を管理し、決済事故（フェイル）を防ぐ		
資産管理機関への報告の請求	・最低毎事業年度ごとの報告請求 ・有価証券売買を行う運用の場合は、月次の請求		
責任の追及	・金融機関が契約上の義務に違反した場合に責任を追及する		
執行コストの配慮	・売買手数料 ・マーケット・インパクト・コスト ・タイミングコスト ・機会損失コスト		
投資信託の留意点	・目論見書、運用報告書の確認 ・私募投信の特殊性 ・外国の投資信託の売買相手		

デリバティブの留意点	・利用目的は、リスクヘッジとポートフォリオ・オーバーレイに限定		
株式インデックス運用の留意点	・株式指数の特性 ・指数の内容変化の情報入手と反映		

（7）資産管理の委託

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
資産の保全のための情報請求	・資産管理機関の信用力 ・管理体制 ・事務処理の正確性・迅速性 ・付加価値サービスの内容 ・コスト		
資産管理機関の選任・契約締結等	次の項目のチェック ・分別管理 ・受渡し･決済の確実性 ・第三者の管理状況 ・保護預かり状況の確認 ・資産管理と運用の部署との間の隔壁		
資産管理機関の義務を明確にする	・資産管理機関との契約の特性を踏まえる		
契約締結の手続	・選任理由を明確にする ・（基金の場合）理事会等基金内部での意思決定手続きに従って行う ・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		
責任の追及	・資産管理機関が契約上の義務に違反した場合に責任を追及する		

（８）運用コンサルタント等の利用

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
コンサルタントの利用	・範囲（運用の基本方針、運用ガイドラインや政策的資産構成割合の策定、運用受託機関の選任、運用評価等に関し、分析・助言を求める） ・選定プロセス ・管理		
コンサルタントのアドバイスの中立性確保	・運用受託機関と資本あるいは人的に緊密な関係にあるかどうかのチェック ・助言の中立性・公正性のチェック		
コンサルタントの要件	・投資助言・代理業を行う者としての登録を受けていること		
コンサルタントの義務の明確化	・助言を求める範囲及びコンサルタントの義務の明確化		
契約締結の手続	・助言を求める理由及びコンサルタントの選任の理由を明確にする ・（基金の場合）理事会等基金内部での意思決定手続きに従って行う ・（規約型の場合）適当と認められる意思決定手続きを経る		
責任の追及	・コンサルタントが契約上の義務に違反した場合に責任を追及する		

（９）専門性の確保・向上

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
専門性の確保	・適切な資質を持った人材（例えば、年		

	金資産運用に関する実務経験を概ね3 年以上有している人材、関連する資格や企業年金連合会等が実施する研修受講歴を有している人材等）を計画的に登用・配置・育成		
専門性の向上	・投資理論、資産運用に関する制度、投資対象の資産の内容等の理解、資産運用環境の把握及び専門性の向上（例えば、研修の受講）に努める		

（１０）利益相反（①規約型の場合）

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
(運用受託機関の選定)	・取引相手と事業主との関係 ・取引等により実現が見込まれる事業主または加入者等の利益の内容、取引相手、第三者（自己の親族、事業主等）の利益の内容、事業主または加入者等の利益の犠牲の有無 ・考慮の方法 ・事業主が運用受託機関等から特別な利益の提供を受けると法令違反となる旨の周知 ・運用受託機関の選定に関連し利益供与を受けていない旨の事業主への確認 ・「緊密な関係」の存在の有無 ・「適正な評価等の合理的な理由」 ・「契約条件の有利不利」		
（運用受託機関への指図）	・運用受託機関に指示した売買仲介業者は、事業主または事業主の関係会社か ・売買業者の選定は適正に行われたか ・売買取引の条件は市場で一般に成立しているものか ・報告・情報提供は適切に行われているか		

（１０）利益相反（②基金の場合）

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
(運用受託機関の選定)	・取引相手と自己や基金との関係 ・取引等により実現が見込まれる基金または加入者等の利益の内容、取引相手、第三者（自己の親族、事業主等）の利益の内容、基金または加入者等の利益の犠牲の有無 ・考慮の方法 ・基金役職員が運用受託機関等から特別な利益の提供を受けると法令違反となる旨の基金内での周知 ・運用受託機関の選定に関連し利益供与を受けていない旨の基金役職員への確認 ・「緊密な関係」の存在の有無 ・「適正な評価等の合理的な理由」 ・「契約条件の有利不利」		
(運用受託機関への指図)	・運用受託機関に指示した売買仲介業者は、事業主または事業主の関係会社か ・売買業者の選定は適正に行われたか ・売買取引の条件は市場で一般に成立しているものか ・報告・情報提供は適切に行われているか		
(事業主への注意喚起)	・日頃から基金の忠実義務について事業主の理解を得るよう努力していたかどうか		

（１１）基金の理事の責任（基金のみ）

注意項目	具体的内容（程度）	意思決定の内容 または確認内容	その根拠・理由 または課題点
理事等の責任	・基金の管理運用業務に関する知識・情報の習得に努力しているか ・基金の業務に関する意思決定にあたり、基金の利益に忠実に、かつ注意を尽くしてこれに取り組んでいるか		
理事長等の責任	・理事長、常務理事、運用執行理事ら、基金業務の執行に携わる理事は、特に高いスキルの獲得のために努力しているか ・他の理事らとの十分な意思疎通を実現しているか		
義務履行の評価	・管理運用業務が適切なプロセスを経たものであるか検証しているか ・過去の業務執行の結果を、新たな意思決定・業務執行にフィードバックしているか		

「6 その他」部分チェックリスト

本ハンドブックの中の「6 その他」のうち、「（1）会議録等の作成・保存」については特に問題となるところはないと考えられるため、チェックリストの作成は割愛した。ここでは、ある程度定型的な必要資料が求められる「（2）基金における代議員会への報告」を取り上げた。なお、「（3）加入者等への業務概況の周知」、「（4）基金から基金型事業主（事業主）への情報提供」については、ハンドブック本文に具体例を掲げてあるのでそちらを参照してもらいたい。

「（2）基金における代議員会への報告」に関するチェックリスト

理事が代議員会に開示・報告すべき情報を明確化するため、別記のような理事向けのチェックリスト（Ⅰ）及び（Ⅱ）を作成している。チェックリスト（Ⅰ）については、管理運用業務についての資産運用の基本をなす資料と年金財政に関する資料のうち、基本的に行政に提出する帳票等のリストであり、チェックリスト（Ⅱ）については、基本的にチェックリスト（Ⅰ）の中に内容として含まれているが、実質的に開示すべき事項または開示することが望ましい事項の情報の範囲をより明確にするため、掲げたものである。

このチェックリストでは、管理運用業務を安全かつ効率的に行うため、新規作成または改定した運用の基本方針及び政策アセット・ミクスを掲げている。同時に、将来の年金給付を確実にしていくためには、健全で効率的な財政運営が求められることから、決算等の財政などに関する帳票についても掲げている。従って、理事が代議員会に開示・報告すべき情報について基本的なものを念頭に選んでいるが、例えば運用受託機関への委託シェアを変更した場合は個別運用受託機関の詳細な評価等の資料（運用受託機関比較表等）が必要となること、また、財政再計算の際にはその結果は無論のこと、それに併せて過去の数値、将来の予測値についても重要な情報として提供されるべきであり、制度改正があった場合には新制度の概要を説明する追加資料が必要であろう。要は、理事は状況に応じて適宜必要な情報を追加して代議員会に開示・報告すべきだということである。

なお、このチェックリストはあくまでひとつの例であるから、理事と代議員会で協議した上で適宜加除修正し、その基金に適したチェックリストにする必要がある。また、基本的には理事向けのチェックリストではあるが、代議員会が理事に情報開示を要求する場合にも利用できるであろう。

［チェックリスト（Ⅰ）］

ア　開示・報告すべき資料

これらの資料は、主として行政に提出する資料で様式化されたものである。代議

員会という限られた時間内で内容を詳細に説明することは実際上困難な場合もあるため、チェックリスト（Ⅱ）に掲げた事項を念頭において要約版を作るなり、要点のみを説明するなり、何らかの工夫も必要となろう。しかし、だからといって、この場合、代議員会に提出を義務付けられていない資料についても提出自体を省略すべきではないと考える。

イ　開示が望ましい資料

これらの資料については、基本的には代議員会から請求のあった場合に開示すれば足りると考えられるが、代議員会には請求があれば開示する旨を伝えておく必要がある。

［チェックリスト（Ⅱ）］

ア　開示・報告すべき内容

これらは、そのほとんどがチェックリスト（Ⅰ）の“開示すべき資料”に記載されているが、基金の運営管理において実質的に重要な項目なので、代議員会で意識的に取り上げて説明するか、別途資料を作り説明すべきであると考える。特に別途資料を作成する場合には、表やグラフを活用する等わかりやすさに留意すべきである。

イ　開示が望ましい内容

これらは、やや細かい資料でもあることから、基本的には代議員会から請求のあった場合に開示すれば足りると考えられるが、仮に請求があったとしても、事務局にかかる費用等の開示コストが過度に大きい場合には、理事は率直に代議員会と協議し、妥当な解決を図るべきである。

代議員会に対する情報開示チェックリスト（Ⅰ）

《資産運用に関するもの》

開示すべき資料	チェック	開示が望ましい資料	チェック
運用の基本方針及運用ガイドライン			
政策アセット・ミクス（時価ベース）			

《決算等に関するもの》

開示すべき資料	チェック	開示が望ましい資料	チェック
貸借対照表（年金経理）※		給付設計一覧表	
（業務経理業務会計）※		委員会（資産運用、財政等）の会議録	
（業務経理福祉施設会計）※		四半期業務報告書	
損益計算書（年金経理）※			
（業務経理業務会計）※			
（業務経理福祉施設会計）※			
年金数理人の確認（所見を含む）			
積立金の額と責任準備金の額及び最低積立基準額並びに積立上限額との比較を示した書類※			
積立金の積立てに必要となる掛金の額を示した書類※			
責任準備金及び最低積立基準額の明細書			
責任準備金及び最低積立基準額の明細書の明細付属書			
剰余金の処分または不足金の処理の方法を示した書類			
貸借対照表附属書			
損益計算書附属書			
事業報告書※			
業務報告書（決算附属明細表）※			
監事の意見書※			
指定年金数理人の意見書			

（注 1）制度の違いに拘われず、開示の対象となる帳票等を例示している（以下、同じ）。
（注 2）※印は代議員会への提出が義務付けられている（確定給付企業年金法施行規則第 117 条）。

代議員会に対する情報開示チェックリスト（Ⅱ）

《概要について》

事項		開示すべき内容	チェック	開示することが望ましい内容	チェック
設立事業所数		当年度末		過去の推移	
		当年度の増減			
加入者数		当年度末		過去の推移	
		新規加入者数			
		当年度の増減			
加算対象加入者数		当年度末		過去の推移	
		当年度の増減			
年金受給者数		当年度末		過去の推移	
		当年度の増減			
年金受給待期者数				当年度末	
				当年度の増減	
				過去の推移	
加入者の平均標準給与月額		当年度男女別		過去の推移	
				等級別分布	
加入者の平均年齢		当年度末男女別		年齢分布（全体及び男女別）	
加入者資格喪失		当年度喪失者数（計）		当年度喪失者数（事由別）	
標準掛金率	基本	当年度事業主及び加入者			
		当年度男女別			
	加算	当年度事業主及び加入者			
		当年度男女別			
特別掛金率		当年度			
特例掛金率		当年度			
リスク対応掛金等		当年度			
福祉施設掛金率		当年度			

《資産運用状況について》

事項	開示すべき内容	チェック	開示することが望ましい内容	チェック
政策アセット・ミクス（時価ベース、以下同じ）	政策アセット・ミクス			
運用受託機関の選任	運用受託機関の選任状況			
	運用受託機関の評価結果		運用受託機関のリスク管理状況 運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告（確定給付企業年金のみ）	
アセット・ミクス等	基金全体		運用受託機関の業態別の資産構成・委託額	
			契約形態別の資産構成・委託額	
			運用受託機関ごとの資産構成・委託額	
資産の収益率	当年度（全体、資産別）		過去の推移（全体、資産別）	
			運用受託機関ごとの年間収益率（過去の推移及び過去の通算収益率）※	
資産ごとのベンチマークの収益率	当年度		過去の推移	
複合ベンチマーク収益率（政策アセット・ミクスに基づく）			当年度	
			過去の推移	
基金の管理運用体制の状況	管理運用業務に携わる者に係る内外人材の活用状況（運用担当の経験期間、研修受講歴、運用担当者の人数等）			
議事の状況	理事会及び資産運用委員会における議事の状況その他の情報			

※印について開示に当たっては、単純な数字の比較にならないように配慮する必要がある。

《財政状況について》

事項	開示すべき内容	チェック	開示することが望ましい内容	チェック
時価資産額	当年度末		過去の推移	
純資産額	当年度末		過去の推移	
財政運営上の資産額(数理的評価)	当年度末		過去の推移	
数理債務	当年度末		過去の推移	
財政悪化リスク相当額	当年度末		過去の推移	
未償却過去勤務債務残高	当年度末		過去の推移	
	償却期間、方法			
リスク対応掛金収入現価	当年度末		過去の推移	
	償却期間、方法			
資産評価調整加算(控除)額	当年度末		過去の推移	
責任準備金	当年度末		過去の推移	
最低責任準備金	当年度末		過去の推移	
最低積立基準額	当年度末		過去の推移	
積立水準の検証	当年度末		過去の推移	
給付費 年金	当年度		過去の推移	
給付費 一時金	当年度		過去の推移	
業務委託費	当年度		過去の推移	
掛金収入額 年金経理	当年度		過去の推移	
掛金収入額 業務会計	当年度		過去の推移	
掛金収入額 福祉施設会計	当年度		過去の推移	
剰余金または不足金	当年度末		過去の推移	
別途積立金	当年度末		過去の推移	
繰越不足金	当年度末		過去の推移	
不足金の発生	発生の主な要因（利差損等）			
掛金の滞納状況				
成熟度(人数ベース)			当年度末	
			過去の推移	

成熟度（金額ベース）			当年度末	
			過去の推移	
指定年金数理人の意見書				

Ⅵ　関係法令等　巻末資料

確定給付企業年金制度について（平成14年3月29日年発第0329008号、抜粋）

第 2 資産管理運用契約等に関する規約で定める事項

事業主（規約型企業年金を実施する厚生年金適用事業所の事業主をいう。第 2 及び第 6 並びに別紙 1 及び別紙 2 において同じ。）が規約で定めなければならない「資産管理運用契約に関する事項」（令第 2 条第 1 号）及び基金が規約で定めなければならない「基金資産運用契約に関する事項」（令第 5 条第 1 号）の具体的な内容は、次のとおりとすること。

1 締結する契約の種類

2 締結する契約の相手方の名称（基金資産運用契約の場合に限る。）
（留意事項）
事業主は、「資産管理運用契約に関する事項」とは別に、法第 4 条第 3 号において、契約の相手方（金融商品取引業者（投資助言・代理業又は投資運用業を行う者に限る。）を含む。）の名称及び住所を規約で定めなければならないことが規定されている。

3 法第 65 条第 1 項各号又は法第 66 条第 1 項若しくは第 2 項に規定する契約（投資一任契約を除く。）を締結する場合には、以下の事項
(1)　締結する契約の目的及び受益者又は保険金受取人若しくは共済金受取人
(2)　複数の相手方と契約を締結する場合には、以下の事項
① 契約に係る掛金の払込割合、給付費等の負担割合
② 資産管理運用契約又は基金資産運用契約に係る信託資産又は保険資産若しくは共済資産が、各契約の相手方の間で移受管（同一機関内における移受管を含む。）されることに伴う、当該資産の額の変更に係る事項（当該資産の移受管を行うこととしている場合に限る。）

4 事業主が上記 3（2）に係る事項について、又は基金が上記 2 及び 3（2）に係る事項について、規約とは別に「運用管理規程」を定めて規定する場合には、以下の事項
(1)　運用管理規程を定める旨
(2)　事業主においては上記 3（2）に係る事項、基金においては上記 2 及び 3（2）に係る事項のうち、それぞれ運用管理規程に規定する事項（この場合において、運用管

理規程に規定する事項については、規約で定めることを要しない。）

(3)　運用管理規程の策定及び変更の手続であって、受給権保護のための意思決定過程の透明化の必要性に照らし、適正と認められるもの（ただし、迅速かつ効率的な業務執行にも配慮されたものであること。）

5 その他契約に関する事項で規約に規定すべき事項

第5 積立金の積立てに関する事項

1 最低積立基準額の算定においては、当該額が確定給付企業年金が終了した場合における残余財産の分配額の算定基礎等となることを踏まえて、次の点に留意すること。

(1)　令第37条第1号の「当該年金給付」の取扱いは、次のとおりとすること。

① あらかじめ給付の額が増加又は減少することとなっている場合にあっては、当該増加又は減少を織り込むこと。

② 支給停止中の給付については、停止終了後に支給されることが確実な場合にあっては、当該給付を計算に織り込むこと（例えば、障害給付金が支給されているために老齢給付金が支給停止となっている場合であって、当該障害給付金の支給期間が終了した場合に老齢給付金が支給されることとなっているときは、当該老齢給付金を織り込むこと。）。

(2)　規則第54条第1項の「これらに準ずる方法」とは、同項第1号及び第2号の方法を組み合わせた方法をいうこと。

(3)　規則第54条第1項第2号の「加入者の年齢に応じて定めた率」は、基本的に、一定率又は支給開始時までの期間に応じて定める率であるが、この場合において、加入者の年齢を増すごとに減少するものではないこと。

(4)　確定給付企業年金法施行規則第55条第1項第1号に規定する予定利率（平成14年厚生労働省告示第59号）に規定する「0.8以上1.2以下の数」を設定するときは、その設定の根拠及び最低積立基準額に及ぼす影響について、労使間や代議員会において十分な検討を行っている必要があり、加入者及び受給権者等に対して十分な情報提供を行うこと。

(5)　確定給付企業年金が複数の給付から成っている場合にあっては、各給付ごとに最低積立基準額を計算するものであること。

2 積立不足に伴い拠出すべき掛金の額について

確定給付企業年金法施行規則の一部を改正する省令（平成24年厚生労働省令第13

号）附則第 4 条第 1 項第 3 号の「前事業年度における掛金の水準の伸びを上回らないように定められるものであること。」とは、毎事業年度において後の事業年度になるほど掛金の引上げ幅を大きく見込むなど後の事業年度の負担が過大なものとならないようにすること。

第 6 積立金の運用に関する事項

1 運用の基本方針について

令第 45 条第 1 項において、事業主（規則第 82 条に規定する要件に該当する規約型企業年金を実施するものを除く。1 及び 2 並びに別紙 1 及び別紙 2 において同じ。）及び基金（以下「事業主等」という。）は、積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令（規則第 83 条第 1 項及び第 2 項）で定める事項を記載した基本方針（以下「運用の基本方針」という。）を作成しなければならないこととされているが、運用の基本方針に記載すべき具体的な内容は、運用の基本方針の策定指針（別紙 1）のとおりとすること。

なお、運用の基本方針の作成又は変更に当たっては、令第 45 条第 3 項の規定に基づき、加入者の意見を聴くこと。

当該加入者の意見を聴く方法は、規則第 84 条の 2 第 1 項に規定する方法により実施すること。なお、加入者の意見を聴く方法については次の①から④までに留意すること。

① 規則第 84 条の 2 第 1 項第 1 号の方法により行う場合で、当該加入者の代表者が参画する委員会を設置する場合にあっては、同条第 2 項の規定に基づき、専門的知識及び経験を有する代理人を当該委員会に参加させることも可能であること。

② 規則第 84 条の 2 第 1 項第 2 号イの意見の提出の機会については、全ての加入者に対して公平に与えられるものであること。

③ 規則第 84 条の 2 第 1 項第 3 号の意見を聴く方法について、例えば、業務概況に意見を受け付ける連絡先を記載する等の方法があること。

④ 運用の基本方針の作成又は変更に当たっては、規約で定めるところにより、受給権者等の意見を聴くことも可能であること。

2 運用指針について

令第 45 条第 6 項において、事業主等は、運用受託機関に対して、協議に基づき運用の基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを示さねばならないことが規定されており、その方法としては、規則第 83 条第 4 項において、運用の基本方針と整合的な運用指針

（以下「運用指針」という。）を作成し、これを交付しなければならないこととされているが、運用指針に記載すべき具体的な内容は、運用指針の策定指針（別紙2）のとおりとすること。

3 政策的資産構成割合について

(1) 事業主又は基金が長期にわたり維持すべき資産の構成割合（以下「政策的資産構成割合」という。）の策定における規則第84条第1項1号で規定する「適切な方法」とは、ALM分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュレーションのこと。）等による将来にわたる資産側及び負債側の変動予測を踏まえ、許容できるリスクの範囲内で必要なリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法をいうものであること。

(2) 規則第84条第1項第2号及び同条第2項第2号における政策的資産構成割合の決定に関する「専門的知識及び経験を有する者」とは、当該規約型企業年金又は当該基金等の政策的資産構成割合の決定に従事若しくは関与していた者又はこれらの者と同等の専門的知識及び経験を有する者であること。

4 基金における積立金の自家運用について

(1) 令第42条第1項第3号の「第2号業務を的確に遂行することができる専門的知識及び経験を有する者があること」とは、運用業務を的確に行うために日々の時価による資産額を把握できる体制の他、有価証券の売買発注、リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等が適切に行われる内部体制を整備するとともに、次に掲げる①から③までの運用方法で運用する場合においては、①から③までに規定する当該運用方法に応じた要件を満たすものであること。

① 令第44条第2号イに規定する有価証券の売買又は貸付けにより運用する場合においては、次に定めるア又はイのいずれかの要件を満たすこと。

ア 基金の運用する方法の種類に応じて、それぞれ次に該当する証券分析、運用方針の決定又は大口取引業務に従事した経験が3年以上ある者（以下「ファンドマネージャー」という。）を配置すること。

a 円貨建資産（新株予約権付社債（商法等の一部を改正する法律（平成13年法律第128号）による改正前の商法の規定による転換社債又は新株引受権付社債を含む。以下同じ。）及び株式を除く。）の運用を行う場合において、国内普通債券のファンドマネージャー

b 新株予約権付社債の運用を行う場合において、新株予約権付社債のファンドマネージャー又は国内普通債券及び株式のファンドマネージャー

c 外貨建資産（新株予約権付社債を除き、先物外国為替及び通貨オプションを含む。）の運用を行う場合において、外貨建債券のファンドマネージャー

d　外貨建新株予約権付社債の運用を行う場合において、外貨建新株予約権付社債のファンドマネージャー又は外貨建債券及び外貨建株式のファンドマネージャー

イ　基金資産のポートフォリオの管理及び分析業務に従事した経験が 3 年以上ある者（以下「資産管理職員」という。）又は当該運用資産以外の資産に係るファンドマネージャーを配置すること。この場合においては、上記アのａからｄまでに掲げる運用方法について、投資顧問契約を締結し、投資判断の助言を受けること。

② 株式又は株価指数先物、株価指数オプションにより運用する場合においては、資産管理職員又は株式若しくは株式以外の資産に係るファンドマネージャーを配置するとともに、規則第 80 条第 2 項第 2 号に規定するシステムを構築すること。

③ 先物又はオプションによりポートフォリオ・オーバーレイを行う場合においては、上記①又は②の要件を満たすとともに、基金全体の資産を管理する責任者の職員を配置すること。

(2)　株式インデックス運用について

令第 44 条第 2 号へ（2）に規定する運用方法は、株式インデックス運用によるトラッキングエラー（各月の乖離率（当該株式の運用による収益率と採用した株価指数の変化率の差）と当該乖離率の年間平均（株式の運用期間が 12 月に満たない場合には当該運用期間の平均）との差の 2 乗の年間平均の平方根に 12 の平方根を乗じて得た数）が 1.0 パーセント未満とすることを目標として運用するものであること。

（別紙 1）

運用の基本方針の策定指針

1 運用の目的

（規定すべき内容）

年金資産の運用目的（確定給付企業年金の加入者に対する年金たる給付及び一時金たる給付の支払いの必要性を満たすため等）を規定するとともに、その具体化のための方針について規定する。

（留意事項）

年金資金は、一般的には長期運用を行っていくことが基本である。ただし、規約型企業年金又は基金の成熟度や母体企業の状況等に応じて、長期運用との整合性に配慮しながら、中期的な下振れリスクなどに留意することが必要である。

2 運用目標

（規定すべき内容）

(1) 運用の目的を達成するための具体的な収益目標を定める。

(2) 期待収益率についてもここで記載することができる。

（留意事項）

短期的な運用目標を定めることは適当ではなく、下記 3 で定める資産構成から期待される収益と整合性のあるものでなければならない。

3 資産構成に関する事項

（規定すべき内容）

事業主等が長期にわたり維持すべき資産の構成割合（以下「政策的資産構成割合」という。） 又は資産構成についての方針について規定するものである。

なお、自家運用を行う基金又は株式で掛金を納付する事業主若しくは株式による掛金の納付を受ける基金は、適切な資産の管理運用を行うために政策的資産構成割合を定める。

（留意事項）

政策的資産構成割合の策定は、リスク管理上で最も重要であるので、受託保証型確定給付企業年金を実施する場合を除き、策定しなければならない。

また、基本方針の策定が義務づけられていない受託保証型確定給付企業年金を実施する事業主においても、政策的資産構成割合を策定することが望ましい。

4 運用に当たっての留意事項

(1) リスク管理について、以下の事項を規定することが望ましい。

① リスク管理の基本的な考え方を規定する。

（留意事項）

リスク・リターン等の特性が異なる複数の資産クラスに分散投資することが、資産運用におけるリスク管理の基本である。また、将来にわたる資産側及び負債側の変動予測を踏まえ、資産と負債を総合的に管理することが重要である。

② 具体的なリスク管理の方法を規定する。

（例）ポートフォリオ管理の適切な実施

ア　資産全体のリスク管理に関する事項

（例）適切な方法により政策的資産構成割合を策定する。また、同時にリバランス（再調整）のルールを定め適切にリバランスを行う。

イ　各資産クラスごとのリスク管理に関する事項

（例）投資対象とする資産や格付を明確化すること、流動性、発行条件、発行体等についての調査・分析を踏まえて投資対象とする銘柄を選択すること、発行体等の分散化を図ること等により、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク等を管理する。

ウ　運用受託機関ごとのリスク管理に関する事項

（例）運用指針及びベンチマークを示し、トラッキングエラー又はアクティブ・リスク等の管理や、運用指針の遵守状況の確認等により、運用受託機関を適切に管理する。

（注）主なリスクの種類

ⅰ 市場関連リスク

価格変動リスクー株価、金利、為替等の資産価格の変動によるリスク

信用リスクー債券、株式等の発行体の経営破綻等により、返済や受け渡し等が実行されなくなるリスク

流動性リスクー資産の流動性が低いために売却時に価格が低下したり、売却そのものが困難になるリスク

ⅱ オペレーショナル・リスクー事務上のミスや管理システムの障害によるリスク

ⅲ コンプライアンス・リスクー関連法規違反や内部不正によるリスク

ⅳ 負債サイドのリスクー予定外の債務の変動や運用収益の不足により、積立水準に不足するリスク、給付に必要なキャッシュの確保に係るリスク

③ その他、キャッシュフローの確保等、必要な事項について規定する。

(2) 運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、運用受託機関の評価

（規定すべき内容）

① 運用受託機関の選任に当たっての基準や考え方を規定する。

② 運用業務に関する報告の内容及び方法に関して、運用受託機関にどのような頻度、形式(ミーティングあるいは文書等)、方法で報告を求めるかを定める。

③ 運用受託機関の評価に関して、運用受託機関の投資哲学、運用体制、運用実績等に関する評価方法について規定する。

(留意事項)

運用受託機関を選任するに当たっては、運用受託機関に支払う運用報酬等運用に要する費用については、運用スタイルや運用コスト等に照らして合理的に判断するものとする。

(3) 運用業務に関し遵守すべき事項

(規定すべき内容)

運用業務に関し遵守すべき事項として、運用に当たって、事業主又は基金の理事及び運用受託機関が法令で求められる行為準則に関する事項の他に、事業主等として定めた遵守事項や禁止事項を規定する。一般的な事項と個別の取引類型に関するものとに分けて規定することができる。

(4) その他の事項

(規定すべき内容)

① 株式で掛金を納付する事業主又は株式による掛金の納付を受ける基金においては、納付した株式又は納付された株式の利用方法（例：給付費に充てるためのキャッシュ化ファンドとして利用する）及び制約事項（例：独立した株式ファンドとして管理する）等を規定する。

(規定することが望ましい事項)

② デリバティブを利用する場合は、その利用方法、利用範囲についての制限を規定する。

（例）運用の健全性に配意し、投機的取引を行わないこと。

③ 運用費用に関する事項について規定する。

（例）運用受託機関が最良執行に努め、総取引コストが最小になるよう売買執行を行うものとする。

(留意事項)

資産規模、成熟度、母体企業の状況等規約型企業年金又は基金の状況に応じて必要な事項を定めるべきである。

5 自家運用に関する事項

(規定すべき内容)

自家運用を行う基金は、年金資産の運用における自家運用の役割と位置付け（委託運用を含めた基金全体の運用の中で自家運用が担うべき役割等)、管理運用の体制、運用対象及び運用実績の評価方法等を規定する。

（留意事項）

運用対象の種類に応じて必要な事項を定めるべきである。なお、株式インデックス運用については、対象となる株価指数、運用方法（完全法、層化抽出法、最適化法等）及び目標トラッキングエラー等を記載すべきである。

管理運用の体制については、法令で求められる体制の他に、有価証券の発注、リスク管理、コンプライアンス（法令等の遵守）等を含めた内部管理体制を整備し、記載することが望ましい。

6 その他運用業務に関し必要な事項

（規定すべき内容）

上記事項の他、事業主等の判断により運用の基本方針に記載すべき事項とれた事項を規定する。

特に、積立金の運用に関する事項の他、適切な資産管理の業務を行うため、資産管理機関の選任・評価に関する事項、資産管理機関が法令で求められる行為準則に関する事項並びに資産管理業務に関する報告の内容及び方法に関する事項等資産管理に関する事項を記載することが望ましい。

（別紙 2）

運用指針の策定指針

1 資産構成に関する事項

（規定すべき内容）

事業主等が長期にわたり維持すべき資産の構成割合（以下「政策的資産構成割合」という。） を前提として各運用受託機関が遵守すべき資産構成割合の基準及び許容幅、又は資産構成についての方針について規定する。

なお、自家運用を行う基金又は株式で掛金を納付する事業主若しくは株式による掛金の納付を受ける基金は、政策的資産構成割合を前提に、各運用受託機関が遵守すべき資産構成割合及び許容幅を規定しなければならない。

（留意事項）

生命保険会社の第一特約のうち総合口については、生命保険会社が自らの運用方針に基づいて資産構成を策定した商品であることから、契約の締結に当たっては、その商品の特性が事業主等の運用指針に適合するものであるかどうかについて、事業主等と運用受託機関の双方が確認する必要があること。

2 運用手法に関する事項

（規定すべき内容）

（1）運用に関して、パッシブ運用（市場平均の収益を目指す運用）又はアクティブ運用（市場平均を上回る収益を目指す運用）などの運用手法を規定する。

（2）各資産ごとの市場ベンチマーク（市場動向の指標）についてもここで記載する。

（留意事項）

パッシブ運用の指示をする場合には、当該運用受託機関のベンチマークとの連動性を確保する能力を十分評価した上で行うこと。また、アクティブ運用の指示をする場合には、当該運用方法がベンチマークに対する超過収益を獲得する合理性を有しているかを十分確認の上、当該運用手法を用いることによるポートフォリオ全体のリスク・リターン特性への影響、当該運用受託機関の超過収益獲得の能力等を評価し、指示すること。

3 運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項

（規定すべき内容）

運用に関して、各運用受託機関ごとにどのような頻度、形式（ミーティングあるいは文書等）、方法で報告を求めるかを規定する。

4 運用受託機関の評価に関する事項

（規定すべき内容）

各運用受託機関の投資哲学、運用体制、運用実績等に関する評価方法について規定する。

（留意事項）

運用受託機関を一律に評価することは適切ではなく、各資産別又はスタイル別にベンチマーク又はスタイル・ベンチマークなどとの対比において比較評価する方法等を規定することが必要である。

5 運用業務に関し遵守すべき事項

（規定すべき事項）

運用に当たって、各運用受託機関が遵守すべき事項（法令で求められる行為準則に関する事項など）や禁止事項を規定するものである。

なお、株式で掛金を納付する事業主又は株式による掛金の納付を受ける基金においては、納付した株式又は納付された株式に係る運用を委託する運用受託機関に対し、当該株式の利用方法(例:給付費に充てるためのキャッシュ化ファンドとして利用する）や制約事項（例：独立した株式ファンドとして管理する）等を規定しなければならない。

（留意事項）

各運用受託機関に提示した資産構成、運用手法等に応じて、投資適格資産、売買遵守事項、デリバティブの利用法等必要な事項を規定する。

6 その他運用業務に関し必要な事項

（規定すべき事項）

上記事項の他、事業主等の判断により運用指針に記載すべき事項とされた事項を規定する。

特に、運用の委託をする運用受託機関に提示する運用指針の他に、資産管理の委託をする資産管理機関についても適切な資産管理を行うため、資産管理機関の評価に関する事項、資産管理機関が法令で求められる行為準則に関する事項並びに資産管理業務に関する報告の内容及び方法に関する事項等について指針を提示することが望ましい。

「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」の改正を踏まえた存続厚生年金基金への対応について
（令和 7 年 1 月 29 日事務連絡）

今般、確定給付企業年金について、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律、スチュワードシップ活動の実質化、資産運用立国に関する議論等を踏まえ、令和 7 年 1 月 9 日、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」を改正（令和 7 年 1 月 9 日年発 0109 第 1 号）し、確定給付企業年金が資産運用力向上のために取り組むことが望ましい方向性について示したところである。

確定給付企業年金同様、存続厚生年金基金においても、加入員及び加入員であった者の受給権保護の観点から、資産運用力向上のために取り組むことが重要であり、上記改正の趣旨に基づき、存続厚生年金基金への周知及び指導について配慮されたい。

「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫（※）

原則 1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則 2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則 3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則 4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

原則 5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

原則 6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

原則 7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

原則 8 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

上記各原則には、指針が定められており、企業年金に係る指針は以下のとおり。

指針 1－3　アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

指針 1－4　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、ス

チュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

指針 1－5　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

指針 6－2　アセットオーナーは、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に 1 度、報告を行うべきである。

※本コードは、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではない。各機関投資家が受入れるか否かを決定し、受入れた場合には、各項目を実施するか、実施しない場合には説明をするといういわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採られている。

運用受託機関のスチュワードシップ活動についての当該運用受託機関とのミーティング時のチェック項目や質問項目の例

以下では、「運用受託機関のスチュワードシップ活動についての当該運用受託機関とのミーティング時のチェック項目や質問項目」の例を示す。運用受託機関のスチュワードシップ責任の果たし方は、投資手法や運用スタイルによって異なると考えられることから、その点に留意しつつ、実態に合わせてチェック項目等は適宜追加・修正の上利用することも考えられる。

①スチュワードシップ責任を果たすための方針等

チェック項目	チェックポイント	対応する原則	評価		
			A	B	C
日本版スチュワードシップ・コードの受入れ状況	コード受入れの有無				
	コードを受入れていない場合の理由				
スチュワードシップ責任を果たすための方針	方針の内容	1	明確な方針が策定されている。組織的・定期的な見直しの仕組みがある。	明確な方針が策定されている。必要が生じた場合に見直しをすることとしており、組織的・定期的な見直しの仕組みはない。	方針が策定されていない。または策定されていても不十分な内容である。
	情報開示	1	方針は自社のホームページなどに公表されている。	方針は要請に基づき、特定の顧客のみに開示されている。	方針は公表されていない。
	各原則に対するコンプライの状況、またはエクスプレインの内容	1	全ての原則についてコンプライまたはエクスプレインされており、内容に合理性がある。	全ての原則についてコンプライまたはエクスプレインされており、内容はおおむね合理的である。	コンプライまたはエクスプレインされていない原則がある。またはコンプライまたはエクスプレインされていても内容が合理的でない。
	方針に変更がある場合、その内容と変更理由	1	変更理由が明確に説明されており、変更内容は合理的である。	変更理由が明確に説明されており、変更内容はおおむね合理的である。	変更理由が説明されていない。または変更理由は合理的でない。

チェック項目	チェックポイント	対応する原則	評価		
			A	B	C
スチュワードシップ責任を果たすための体制	組織体制	2,3,4,5,7	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されており、投資哲学との一貫性がある。	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されている。	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されていない。
	議決権行使の意思決定プロセス	5	意思決定プロセスが確立されており、投資哲学との一貫性がある。	意思決定プロセスが確立されている。	意思決定プロセスが確立されていない。
	議決権行使助言会社の利用状況、利用目的	5	自社の意思決定を基本とし、議決権行使助言会社の推奨は参考としている。	合理的な理由がなく、一部の対象会社について議決権行使助言会社の推奨をそのまま行使内容としている。	議決権行使助言会社の推奨をそのまま行使内容としている。
	体制やプロセスに変更がある場合、その内容と変更理由	2,3,4,5,7	変更理由が明確に説明されており、変更内容は合理的である。	変更理由が明確に説明されており、変更内容はおおむね合理的である。	変更理由が説明されていない。または変更理由は合理的でない。
利益相反を管理するための方針	方針の内容	2	類型化された利益相反に対する管理方針が具体的に策定されており、定期的な見直しの仕組みがある。	利益相反を管理するための明確な方針が策定されている。	利益相反を管理するための方針が策定されていない。または策定されていても十分な内容ではない。
	情報開示	2	方針は自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請に基づき、特定の顧客のみに開示されている。	方針は公表されていない。
	利益相反の発生する具体的局面	2	具体的な利益相反の発生する局面を特定し、対応策を策定している。	一般的な利益相反を管理するための方針を定めている。	利益相反を管理するための方針が策定されていない。または策定されていても十分な内容ではない

チェック項目	チェックポイント	対応する原則	評価		
			A	B	C
利益相反を管理するための方針	ガバナンス体制	2	取締役会に独立社外取締役が存在しており議決権行使の意思決定や監督のために第三者委員会を設置している。	取締役会に社外取締役が存在し、第三者委員会は設置しているが、独立性が十分ではない	独立した取締役会や議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会を設置していない。
投資先企業とのエンゲージメントの方針	方針の内容	4	対象企業の選択基準や対話すべき内容など、エンゲージメントを行うための仕組みが整えられており、明確な対話の方針が策定されている。	対象企業の選択基準や対話すべき内容など、明確なエンゲージメントの方針が策定されている。	対象企業の選択基準が策定されていない。または策定されていても不十分な内容である。
	情報開示	4	自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請のある、特定の顧客のみ開示されている。	方針は公表されていない。
株主議決権行使方針（行使基準）	方針の内容	5	明確な方針が策定されている。組織的・定期的な内容見直しの仕組みがある。	明確な方針が策定されている。必要が生じた場合に見直すこととしており、組織的・定期的な見直しの仕組みはない。	方針や基準が策定されていない。または策定されていても不十分な内容である。
	情報開示	5	自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請のある、特定の顧客のみ開示されている。	方針は公表されていない。

②スチュワードシップ活動の結果報告

チェック項目	チェックポイント	対応する原則	評価		
			A	B	C
株主議決権行使結果	株主議決権行使結果	5	個別企業･個別議案毎に行使結果が報告されている。	議案毎の行使結果の集計値が報告されている。	行使結果の概要のみ報告されている。
	会社提案反対・棄権行使議案の具体的内容	5	反対･棄権行使した個別議案の全てが報告されている。	反対・棄権行使した議案の内容が一部報告されている。	反対･棄権行使した議案の報告はない。
	株主提案賛成議案の具体的内容	5	株主提案に賛成行使した個別議案の内容が全て報告されている。	株主提案に賛成行使した議案の内容が一部報告されている。	株主提案に賛成行使した議案の報告はない。
	会社提案議案反対比率の前年度との比較、変化の理由	5	反対比率の変化について議案種類毎に分析し報告されている。	反対比率の変化について分析し報告されている。	反対比率の変化についての報告はない。
エンゲージメント活動の実績	具体的なエンゲージメントの内容、成果	3,4	投資先企業とのエンゲージメント内容とその成果について、例をあげ具体的に説明している。	投資先企業とのエンゲージメント内容とその成果について、説明している。	投資先企業とのエンゲージメント内容とその成果について、説明がない。
	投資先企業に不祥事があった場合、当該企業への対応	3,4	投資先企業の不祥事への対応を具体的に説明している。	投資先企業の不祥事への対応を説明している。	投資先企業の不祥事への対応の説明はない。

③その他

チェック項目	チェックポイント	対応する原則	評価		
			A	B	C
スチュワードシップ活動に関する運用受託機関からの報告	報告資料の様式や内容	6	分かりやすい資料が作成され、効果的かつ効率的に報告されている。	比較的分かりやすい資料が作成され、効果的かつ効率的に報告されている。	資料がわかりづらく報告は効率的でない。
	報告の時期	6	運用受託機関のスチュワードシップ活動について年に1回以上定期的に報告がある。	運用受託機関のスチュワードシップ活動について報告があるが定期的でない。	運用受託機関のスチュワードシップ活動について顧客から要請しないと報告がない。
運用受託機関の実力を高めるための工夫	具体的な対応内容、成果	7	実力を高めるための具体的な対策が講じられ、成果に結びついている。	実力を高めるための具体的な対策が講じられている。	実力を高めるための具体的な対策が講じられていない。
	自己評価	7	スチュワードシップ・コードの指針を含む原則に基づく活動を定期的に自己評価している。	スチュワードシップ・コードの指針を含む原則に基づく活動を自己評価しているが定期的ではない。	スチュワードシップ・コードの指針を含む原則に基づく活動を自己評価していない。

（資料）企業年金連合会 スチュワードシップ検討会「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」を一部修正。

アセットオーナー・プリンシプル（内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 2024 年８月 28 日）（抜粋）

原則１． アセットオーナーは、受益者等の最善の利益[3]を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである[4]。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。

補充原則

１−１． アセットオーナーは、運用により利益を享受させるべき受益者等が誰か、何のために運用するのかといった運用目的について明確にし、必要に応じて見直すべきである。

１−２． アセットオーナーは、運用目的を達成するために、運用資金の性格、自らの能力・規模、長期的な経済・金融環境等を踏まえ、具体的に目指すリターンや許容できるリスク等といった運用目標[5]を定めるべきである。また、運用目標を達成するために、経済・金融環境等を踏まえ、具体的な資産構成割合（基本ポートフォリオ）、リスクに関する考え方や運用対象資産の範囲等の運用方針を定めるべきである。

１−３． アセットオーナーは、運用目標・運用方針を定めるに当たっては、適切な手続に基づき、十分な専門的知見に基づき意思決定を行うことができる組織体制の下で行うべきである。

１−４． アセットオーナーは、定められた運用目的・運用目標を踏まえ、自らやステークホルダー等の状況や経済・金融環境等の変化に応じた運用方針となっているかを定期的に検証し、必要に応じて適切に見直すべきである。

---

3 受益者等の最善の利益を勘案する上では、受益者間の公平（例えば、現下の受給者と将来の受給者の利益相反の調整）等も考慮されるべきと考えられる。

4 アセットオーナーによっては、運用目的が法定され、運用目標が制度上主務大臣等により定められる場合もある。

5 ここでいう運用目標には、アセットオーナーによっては、目標リターンを定めた上でそれを最小のリスクで目指すという考え方だけでなく、許容できるリスク量の範囲内でリターンの最大化を目指すという考え方も含まれる。

原則２．　受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則１の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させる[6]とともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。

補充原則

２－１．　アセットオーナーは、運用目標の達成に向けて、資産運用及びリスク管理を継続的かつ適切に運営[7]できるよう、自らに必要な知見を把握するとともに、その知見が確保され、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制を構築すべきである[8]。

その際、アセットオーナーの規模や運用資金の性格に照らして、必要があれば、金融市場やアセットオーナーにおいて資産運用の経験を有する運用担当責任者を設置し、運用担当責任者の権限を明確化するとともに、必要な監督を行うことも考えられる。

また、運用担当者について、特定の人材に依存すると、離職時の継続性の支障や運用委託先等との不適切な関係の発生といった懸念も生じることから、適切な資質を持った人材の計画的な確保に留意すべきである。

２－２．　アセットオーナーは、適切な運用を行うに当たって、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部人材の登用、又は、金融機関・外部コンサルティング会社・OCIO[9]・業界団体その他の外部組織の活用等を検討すべきである。

その際、報酬を検討するに当たっては、外部人材や外部組織がもたらす付加価値に応じたものとすべきである。

6　運用担当責任者の選定等の体制整備においては、後掲原則３における運用方法の選択と同様に、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点からこれが行われるよう利益相反を適切に管理することが求められる。

7　資産運用・リスク管理の適切な運営に当たっては、法令遵守や資産状況の正確な把握にも配意する必要がある。

8　アセットオーナーの規模に応じて、資産運用委員会やリスク管理委員会、運用担当責任者の指名委員会といった組織体制を整備することも想定される。

9　Outsourced Chief Investment Officer の略。投資助言・代理業又は投資運用業の登録を受け、ポートフォリオの包括的な運用又は助言を行う。

原則３．　アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。

補充原則

３－１．　アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行するため、運用目的・運用目標の達成に資することができるか、運用方針に適合しているか等の観点から、委託先の選定を含め幅広く運用方法を比較検討すべきである[10]。

３－２．　アセットオーナーは、運用目的に照らして、運用対象資産の分散、投資時期の分散や流動性等を考慮して、運用方法を選択し、運用資産の分別管理のほか、適切なリスク管理を実施すべきである。

その際、アセットオーナーの規模や運用資金の性格に照らして、必要があれば、VaR[11]等の定量的なリスク指標も踏まえながら、ストレステスト等も活用して経済・金融環境の変化に備えることも考えられる。

３－３．　アセットオーナーは、運用委託先の選定に当たっては、運用目的・運用目標の達成に資する観点から判断すべきである。

その際、１つの金融機関等のみに運用を委託することは、効率性の観点から必ずしも否定されるものではないが、従来から委託している金融機関等であることや、選択している運用方法であるという理由のみで同じ金融機関等を選定し続けるべきでない。また、自らや資金拠出者等と、運用委託先及びそのグループ金融機関との取引関係がある場合、運用目的・運用目標に反していないか、適切に利益相反管理を行うべきである。

10　運用会社の選定・運用方法の選択に際しては、運用目的・運用目標の達成に資することができるか、運用方針に適合しているか検討した上で、アセットオーナー自身に十分な運用能力がある場合には、自家運用を選択することも考えられる。

11　Value at Risk の略。現在保有している資産を、将来のある一定期間保有（保有期間）すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内（信頼区間）で、発生しうる最大損失を表したもの。

また、運用委託先への報酬を検討するに当たっては、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきである[12,13]。

3-4.　アセットオーナーは、運用委託先の選定に当たっては、過去の運用実績等だけでなく、投資対象の選定の考え方やリスク管理の手法等も含めて総合的に評価すべきである。

その際、知名度や規模のみによる判断をせず、運用責任者の能力や経験（従前の運用会社での経験等を含む）を踏まえ、検討を行うことが望ましい。例えば、新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって排除しないようにすることが重要である。

3-5.　アセットオーナーは、受益者等にとってより良い運用を目指すため、運用委託先・運用方法を定期的に評価し、自らの運用目的・運用目標・運用方針に照らして、必要に応じて見直すべきである。

12　資産運用その他の複数の機能を委託する際には、機能毎に付加価値に見合うか検討することが重要である。

13　成功報酬について検討することも考えられる。

原則４．　アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。

補充原則

４－１．　アセットオーナーは、その運用目的を踏まえ、自らの特性に応じて、情報提供すべきステークホルダー[14]を検討した上で、運用目的に照らして適切な運用が実施されているかどうか等、説明責任を果たす上で必要な情報[15]を適切な方法で[16]提供すべきである。

その際、情報提供に伴う負担を考慮しつつ、ステークホルダーの理解に資する、分かりやすい内容となる工夫に努めるべきである。

４－２．　アセットオーナーは、自らと他アセットオーナーの比較がステークホルダーにとって運用目的を達成する判断材料となり得る場合においては、比較できる形での情報提供も検討すべきである。その際、運用実績等の数値のみで単純比較されることは望ましくなく、運用方針等を踏まえ、総合的に比較できるよう工夫することが望ましい。

14　アセットオーナーのステークホルダーは、前掲注２のとおり、各アセットオーナーにより様々であり、情報提供する対象についても各アセットオーナーにおいて検討することが求められる。

15　情報提供の内容は、アセットオーナーの特性やステークホルダーに応じて決まるため、各アセットオーナーにより異なり得る。例えば、運用目的・運用目標・運用方針（基本ポートフォリオを含む）やガバナンス体制・運用体制（運用担当責任者の経歴等）の紹介等にとどめるケースから、運用の概況（残高や収益の状況、保有資産の内訳等）・負債に照らした資産の状況（積立水準等）・運用委託先の金融機関等（委託金額や報酬等）等、さらにはリスク管理に関する詳細（VaR 等の定量的なリスク指標の状況やストレステストの実施状況等）・運用力強化の取組方針等に至るまで広範に情報提供するケースまで様々考えられる。

16　アセットオーナーの特性を踏まえて有用と考えられる場合には、広く情報提供する（ホームページ等で一般的に閲覧できる状況にする）ことも考えられる。

原則５．　アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

補充原則

５－１．　アセットオーナーは、長期的に運用目標を実現させるため、自ら又は運用委託先による、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すべきである（スチュワードシップ責任)。

スチュワードシップ責任を果たすに当たっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明をした上でその趣旨に則った対応を行うことを検討すべきである。その際、複数のアセットオーナーが協働して運用委託先のスチュワードシップ活動に対するモニタリング（協働モニタリング）を行うことも選択肢として考えられる。

５－２．　アセットオーナーにおいては、ステークホルダーの考えや自らの運用目的に照らして必要な場合には、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うこと[17]、例えば、金融機関等への委託に当たってサステナビリティに配慮した運用を行うことを求めることや、サステナビリティ投資方針を策定すること[18]、PRI（責任投資原則）に署名することも考えられる。

17　投資先企業の成長を促し、経済全体の持続的な成長・発展を実現することで、アセットオーナーとして、長期的な運用収益の拡大を図っていくことが考えられる。

18　サステナビリティ投資方針の策定のほか、運用方針の中にサステナビリティに関する要素を盛り込むことも考えられる。

企業年金　受託者責任ハンドブック（第三版）

2025（令和 7）年 7 月発行

編集／発行　企業年金連合会　会員サービスセンター
〒105-0011 港区芝公園 2-4-1 芝ﾊﾟｰｸﾋﾞﾙB館 10 階
TEL：03-6627-9715　FAX：03-5401-8727

本冊子の複製・転写は企業年金連合会の承諾を必要とし、無断転載を固く禁じます。
事前の承諾については企業年金連合会までご照会ください。