

「資産運用立国の実現に向けた取組」に対する提案等について

2023年9月29日
企業年金連合会

2023年6月16日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2023」（骨太の方針）及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版」において、「資産運用立国」の実現を目指し資産運用業等の抜本的な改革が謳われ、アセットオーナーのガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動の実質化など、具体的な政策プランを新しい資本主義実現会議の下で年内にまとめ、必要な対応を進めることとされた。

企業年金連合会では、「資産所得倍増プラン」、「スタートアップ5か年計画」、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」、「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」、「資産運用業高度化プログレスレポート」など、インベストメント・チェーン（投資の連鎖）において期待されているアセットオーナーとしての機能を十二分に発揮するための各方面からの指摘や提言などを踏まえ、どのような対応が可能か検討してきた。

その結果を踏まえ、企業年金連合会としての取組や対応についての提案を行うとともに、企業年金における資産運用のあり方と現状について取りまとめを行い、ここに公表するものである。

意見内容

I. 資産運用立国の実現に対する企業年金連合会の取組について

- 1. スチュワードシップ活動の実質化に対する取組 4
 - ①企業年金による協働モニタリング
 - ②「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の設立とコードの受け入れ
- 2. 企業年金の事業運営及び資産運用に対する支援の取組 5

II. 企業年金の事業運営と資産運用のあり方、これまでの取組と現状等について

- 1. 確定給付企業年金の資産運用 8
 - (1) 企業年金における資産運用に関するこれまでの変遷
 - (2) 海外との比較
 - (3) 年金財政基準や会計基準の影響
 - (4) 安全かつ効率的な運用
 - (5) 小規模な企業年金のための合同運用スキーム
 - 2. 企業年金のガバナンスと体制 12
 - (1) 企業年金のガバナンス体制
 - (2) トレードオフ問題
 - (3) 運用受託機関の利益構造との相違
 - (4) 年金資産運用に関する専門性
 - (5) 超過リターン（アルファ）の獲得
 - 3. 顧客本位の業務運営の確保について 18
 - (1) 企業年金の受託者責任
 - (2) 最善の利益を勘案した業務運営の確保
 - (3) 確定給付企業年金の資産運用におけるリスク・リターンの影響
 - (4) 運用受託機関（金融グループ）による顧客本位の業務運営
 - (5) 確定拠出型企業年金における受託者責任
 - 4. スチュワードシップ活動の実質化について 23
 - (1) スチュワードシップ活動の拡大
 - (2) スチュワードシップ活動の実質化におけるパッシブ運用の役割
- 結びに 25

<資料>

図表 1 : 上場株式の各部門別保有割合	27
図表 2 : 企業年金の資産構成割合の推移	28
図表 3 : 世界の主要公的年金基金の資産構成割合	30
図表 4 : 米国公的年金基金の財政状況	31
図表 5 : 企業年金の財政状況	32
図表 6 : 株主の保有比率の国際比較	34
図表 7 : 退職給付積立金の状況	35

I. 資産運用立国の実現に対する企業年金連合会の取組について

1. スチュワードシップ活動の実質化に対する取組

国内上場株式の各部門別保有割合を見ると、スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家の割合は18%でしかなく、¹ コーポレートガバナンス・コードとの「車の両輪」と言うには、甚だ力不足の状況である。(図表1)

更に確定給付企業年金による保有割合は1%程度と低く、国内上場株式市場に与えるインパクトは極めて限定的であり、残念ながら企業年金によるスチュワードシップ活動については、期待されるほどの影響力は無いのが現実である。

また、企業年金の国内株式の運用は、運用受託機関に委託しているため、投資先企業を選定し、その企業に対するエンゲージメントや株主議決権の行使を行うのは、委託先の運用受託機関であって企業年金ではない。企業年金に期待されている具体的なスチュワードシップ活動は、委託先の運用受託機関におけるスチュワードシップ活動をモニタリングし、運用受託機関に対してスチュワードシップ活動を促すことである。現在、企業年金から国内株式の運用委託を受けている運用受託機関のほぼ全てが、スチュワードシップ・コードを受け入れており、スチュワードシップ活動は実質的に行われている。

そのような状況において、61の企業年金がスチュワードシップ・コードを受け入れ、また、受け入れてはいないものの、委託先の運用受託機関におけるスチュワードシップ活動について、報告を受け、説明を聞き、確認を行うなど、それぞれ独自に工夫しながらモニタリングを行っている企業年金が多数存在することを確認している。

このように、スチュワードシップ活動に対する企業年金の関心は決して低くはないものの、具体的な取組が見え難いことなどから、各方面から更なる取組が期待されているところである。

企業年金による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の取組は、一対一の閉ざされたミーティングの場で行われていることや、スチュワードシップ活動が、運用受託機関の運用評価における多くの評価項目のうちの一つに過ぎないこと、また当事者である運用受託機関も、スチュワードシップ活動に関してよほどの問題が無い限り、企業年金から指摘されることは無いことなどから、関心が低いと誤認しているのではないかと思われる。

したがって、企業年金連合会では、企業年金及び運用受託機関双方の負担にも配慮しつつ、コードの受け入れ件数の多寡だけでは捉えることのできない、企業年金による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の活動を可視化することで、スチュワードシップ活動の実質化を促進することができるのではないかと考え、以下の施策について取り組むこととしたい。

① 企業年金による協働モニタリング

国内株式市場におけるプレゼンスが小さい企業年金が、一対一で運用受託機関のスチュ

¹ 日本銀行はスチュワードシップ・コードの適用対象ではないが、日本銀行が保有する国内株式のETFは、スチュワードシップ・コードの適用対象である信託会社が運用しており、これも含めると25%となる。

ワードシップ活動のモニタリングを行うことは、企業年金と運用受託機関の双方にとっての負担は大きく、極めて非効率である。そこで、運用受託機関のステュワードシップ活動を、各企業年金が協働してモニタリングする活動を実施することとしたい。

具体的な施策として、例えば、以下のようなことが考えられる。

- ・ 共通項目の定点チェックを目的として、アンケート形式による協働調査を実施
- ・ 運用受託機関のステュワードシップ活動に関する合同説明会と協働対話の実施
- ・ 所定の様式に基づく運用受託機関のステュワードシップ活動と自己評価に関するサマリー・レポートの提供と掲載（企業年金連合会ホームページ掲載）

② 「企業年金ステュワードシップ推進協議会」の設立とコードの受け入れ

協働モニタリングの実施を目的に、活動に参加する企業年金を構成員とする「企業年金ステュワードシップ推進協議会」（仮称）を企業年金連合会に設立することとしたい。組織化して協働モニタリングを実施することで、継続的かつ実質的な取り組みが可能になるものと考えている。

また、当協議会としてステュワードシップ・コードを受け入れ、当協議会に参加している企業年金を開示することで、ステュワードシップ活動に取り組む企業年金の実態を認識できるようにする。

なお、企業年金ステュワードシップ推進協議会の設立に関し、具体的な内容については引き続き検討を要するが、現時点において法人格のない社団を想定しており、企業年金連合会が事務局を務め、参加する企業年金にはコスト負担や事務負担が発生しないような形態で運営することを想定している。

2. 企業年金の事業運営及び資産運用に対する支援の取組

① 受託者責任の更なる普及啓蒙

- ・ 「受託者責任ハンドブック」に基づく受託者責任の更なる普及啓蒙活動の実施
- ・ 確定拠出年金向け各種ハンドブックの活用促進及びハンドブックに基づく普及啓蒙活動の実施

金融商品取引法等の一部を改正する法律の成立、施行を見据え、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ける顧客等に対する誠実義務の主旨を認識のうえ、確定給付企業年金及び企業型確定拠出年金の運営責任者及び運営担当者に対して受託者責任に関する啓蒙教育活動を推進する。また、より広く啓蒙教育活動を推進させるため、企業年金連合会の会員加入促進に力を入れるとともに、企業年金連合会の会員に限定されない私的年金制度普及事業においても取組を実施する。

確定給付企業年金に対しては、「受託者責任ハンドブック」の必要な見直しや改訂を行うとともに、広く活用していただけるよう周知を図り、受託者責任の更なる普及啓蒙を図る。また、企業型確定拠出年金向けの各種ハンドブックの活用促進及びハンドブックに基づく普及啓蒙活動を実施する。

具体的には、ハンドブックの内容についての解説や活用方法についての動画配信、研修

やセミナーの機会を捉えテーマとして取り上げ啓蒙を図り、意見交換会や分科会において関係者間で取組事例の紹介や課題について話し合いを行うなどの参加型の啓蒙活動など、企業年金関係者の意見も取り入れながら実効性のある取組を推進する。

② 資産運用専門人材の育成、資産運用に関する情報提供

- ・ 資産運用に係る研修事業の推進
- ・ 資産運用に係る情報提供の推進
- ・ 資産運用に関する企業年金からの相談対応や中立的立場からのコンサルティング、助言
- ・ 運用受託機関の資産運用状況等（生保一般勘定の資産運用状況、運用受託機関プロダクト情報、スチュワードシップ活動に関する情報等）の提供
- ・ 企業年金実態調査の実施

企業年金連合会が実施する各研修事業に、できるだけ多くの関係者が参加することで学びの場、意見交換の場を提供するとともに、いつでもどこでも学習活動ができるオンデマンドでの研修プログラムの活用を促すことで、地域や時間に制約されず誰でも学習可能な環境を提供し、企業年金関係者の専門性の向上を図る。また、併せて新任の担当者には、資産運用入門書として作成した「企業年金 資産運用の基礎」により、早期に業務に最低限必要な知識の習得を促す。

また、資産運用に関する相談や資産運用状況等に関する情報の提供など、企業年金の資産運用について全面的にバックアップする。

企業年金担当者の業務は、事業運営、財政運営、資産運用など多岐にわたる。企業年金連合会では、コンサルティング室を設け、企業年金で長い実務経験を有する年金実務に精通したコンサルタントが常駐し、企業年金関係者からの各種相談に対応している。また、年金財政や資産運用に関する専門的な相談には、数理部と年金運用部の専門職が連携し対応する体制を整えている。また、相談事例をホームページで相談事例集として閲覧できるようにし、広報誌等への掲載や研修等で紹介するなど、多くの企業年金関係者の業務の一助となるよう活用している。

これからも、より多くの企業年金関係者に利用し易く役に立つコンテンツを揃え、事例や情報の共有を図るとともに、関係者の知見と経験を活用しながら、企業年金全体の底上げとそれぞれの担当者の専門性向上を図っていくこととしたい。

③ 総合型基金への加入促進及び共同運用事業の普及啓蒙

- ・ 効率的な制度運営又は中小企業の企業年金制度加入促進を図るため、総合型企業年金基金の活用と加入促進のための情報提供を実施
- ・ 小規模な企業年金を中心に共同運用事業の周知と普及啓蒙を実施

小規模な企業年金であっても効率的な運用ができるよう、各運用受託機関ではスケールメリットを生かした合同運用のスキームが設定されている。それでも、投資金額の下限が設定されている場合や、運用報酬が割高になるなど運用上のデメリットは残る。

これらのデメリットを軽減するため、複数の事業所が共同して年金制度を運営する総合型の企業年金基金があり、中小企業が単独で制度運営するより、総合型の企業年金基金

に加入した方が効率的な制度運営となる。

また、企業年金連合会では、確定給付企業年金を対象に共同運用事業を実施し、企業年金連合会の年金資産の一部と当該事業に加入した企業年金の拠出金を合算して運用を行っており、運用報酬の低減とオルタナティブ投資を含む分散された運用により、運用の効率性を提供している。

多くの小規模企業年金が、制度運営や資産運用の効率化をより一層高められるよう、企業年金連合会では、総合型企業年基金及び共同運用事業の活用について積極的に情報を発信し、更に周知の徹底を図ることとしたい。

④ 確定拠出年金に対する支援

- ・ 企業型確定拠出年金の制度運営責任者及び担当者を対象とした研修事業の推進
- ・ 情報提供活動の推進
- ・ 継続投資教育活動の促進、「投資教育サービス」の普及啓蒙
- ・ iDeCo（個人型確定拠出年金）加入者向け投資教育の実施
- ・ 中立的認定アドバイザーに関する情報収集及び関係者への情報提供、必要な支援の検討

企業年金連合会では、企業の確定拠出年金担当者を支援する取組を行っており、2008年に「投資教育ハンドブック」を、2009年に「制度運営ハンドブック」を作成し（その後どちらも3回改定）提供してきたが、更に継続教育の取組支援を望む声に応えるべく、2015年に「継続教育実践ハンドブック」を、また、2021年には中小企業を中心に企業型確定拠出年金のガバナンスを向上させるための更なる取組が求められ、「企業型確定拠出年金ガバナンスハンドブック」を作成し、企業型確定拠出年金のガバナンス向上の一助となるよう取り組んできた。

また、企業型確定拠出年金の制度運営責任者や担当者を対象として、定期的に「企業型DC意見交換会」、「企業型DC担当者セミナー」を開催し、それぞれの企業での取組の確認や見直しを行う機会となるよう、企業型確定拠出年金を取り巻く最新動向などの説明や参加者相互の意見交換の場を提供している。

また、投資教育について、厚生労働大臣の認可を受け企業型確定拠出年金の加入者に対する継続投資教育を実施する事業として「投資教育サービス」に取り組んでおり、現在492社から申し込みをいただき、eラーニング、ライブ配信セミナー、訪問セミナー（講師派遣）を実施している。

加えて、国民年金基金連合会からの業務委託を受け、iDeCo加入者向けにも、eラーニング（「動画で学ぶiDeCo特設サイト」）やライブ配信セミナーを2021年から企業年金連合会で実施、運営している。

これからも、確定拠出年金を運営する事業主が、受託者責任の観点から運営管理機関や運用商品について評価し、必要に応じて見直しを行うなど、企業型確定拠出年金のガバナンス向上に資するよう、企業年金連合会として必要な支援を継続していくとともに、確定拠出年金加入者に対する投資教育を継続的に実施していくこととしたい。

Ⅱ. 企業年金の事業運営と資産運用のあり方、これまでの取組と現状等について

確定給付企業年金に係る年金資産の運用は、どうあるべきか。「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」では、「アセットオーナーでは、海外と比べて専門性や人材が不足している等、運用力の向上に向けた取組が十分ではない」、「アセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく」、「資産運用業等を抜本的に改革する」、「運用セクターを世界レベルにする」などと記されている。

これまでの企業年金の取組や現状について整理するとともに、企業年金の事業運営と資産運用のあり方について述べる。

1. 確定給付企業年金の資産運用

(1) 企業年金における資産運用に関するこれまでの変遷

1980 年代までは、年金資産は全て信託銀行か生命保険会社に委託することとされ、国内株式への投資は資産全体の 3 割未満などといった資産配分に関する規制が課されていた(5:3:3:2 規制)。

1990 年度に入り投資顧問会社への委託が可能となり、資産配分に対する規制も徐々に緩和され、2000 年にはほぼ全ての運用に対する規制は撤廃された。

この間、企業年金の成熟度は低く比較的风险を取りやすい環境のなか、運用規制のため安定資産中心に運用せざるを得なかった日本とは対照的に、米国の企業年金では株式を中心とした運用で高いリターンを得ていた。特に 90 年代後半は、大きな積立超過により一時的に掛金を止めるコントリビューション・ホリデー（掛金の休暇）を謳歌していた。

しかし、2000 年に入ると、インターネットバブルの崩壊による株式市場の暴落で年金資産は減少し、年金債務の評価に用いる長期金利が継続的に低下していたため年金債務が膨らんでいたこともあり、年金財政は一気に悪化した。それまで米国企業年金の一般的なポートフォリオは、株式 60%・債券 40%であったが、2000 年以降の市場ボラティリティの高まり、特に世界金融危機以降は、株式の比率を低下させ、確定給付企業年金制度を閉鎖、凍結するなど、母体企業の負担を減らす「デ・リスクング」が進んだ。

一方日本では、2000 年台に入ってから確定給付企業年金法と確定拠出年金法が導入され、これまで企業年金の主たる制度であった厚生年金基金制度や税制適格退職年金制度からの移行が進み、この過程で予定利率の引き下げや給付水準の見直しなどが行われ、資産運用における期待リターンを下げ、その結果リスク資産の割合は低下していった。

(2) 海外との比較

日英米の確定給付型の企業年金における資産配分の推移を見ると、どの国もこの 20 年の間に債券の比率を高め株式の比率を下げている。日本の企業年金だけが、英米と比較して過度に保守的な運用を行っているようには見えない。(図表 2)

国内で頻繁に紹介される資産運用の海外事例は、公的年金基金（国が運営する年金や公的セクターの職域年金）や大学基金がほとんどである。確かに、海外の公的年金基金の

資産配分は、押し並べて債券の比率が低い一方、プライベートエクイティを含む株式の割合が高く、また、不動産やインフラなどオルタナティブ投資の割合も高い。リスクを取った多彩なポートフォリオである。(図表3)

このようにリスクを取った多彩なポートフォリオで運用した結果、年金財政を向上させ、掛金の引下げや給付水準の改善に寄与しているのだろうか。

例えば米国の公的年金基金について見ると、積立水準は70%台と非常に不健全な財政状況が続いている。財政悪化の要因は、金利が低下する中で高い予定利率のまま適正な掛金が拠出されず、また財政が悪化しているなかで追加の掛金も入れられず、リスクを取って高いリターンを期待した運用を行っているものの、年金財政の改善には至っていない、というのが実態のようである。(図表4)

平均の予定利率は未だ7%代と高く、70%台の積立状況では実質毎年度9%以上のリターンが無ければ単年度の不足が生じ、更に不足分を運用で補おうとすると期間にもよるが1%~2%程度の上乗せが必要となり、米国公的年金基金の平均的な必要リターンは10%を超えるものと推計でき、年率2桁のリターンを20年以上継続できなければ、年金財政を健全化させることはできないというのが実態である。このような不健全な財政状況にあって、リスクを取って高いリターンを目指さざるを得ない米国公的年金基金の資産運用は、日本の企業年金にとって参考にはならない。

資産サイドだけに目を奪われず、受給権の保護の観点から健全な年金制度の運営がなされているのかどうか、年金制度が担うべき役割に照らして、その本質に基づく視点から現状を認識することが求められる。

なお、米国の企業年金についても、その財政状況を確認すると、最近の金利上昇の影響を受け15年ぶりに平均の積立水準が100%を超えたようであるが、未だ大手企業の多くで積立不足の状態が続いている。また、英国でも最近まで積立不足の状態が続いていた。3か国のなかで年金財政が健全で安定しているのは日本の企業年金であり、海外と比較して劣っているわけではない。(図表5)

年金資産運用の目的は、約束した年金を確実に支給するために必要な積立金を積立て、健全な年金財政を維持することであり、その目的が達成されていなければ、年金制度の運営として評価することはできないのではないかと。

(3) 年金財政基準や会計基準の影響

前述のとおり、日英米における企業年金の資産構成割合は、この20年間で似たような変遷を辿り、直近では株式の割合が大きく減少し、債券中心の運用へと変貌している。

一方で、世界の公的年金基金や大学基金は株式やオルタナティブ投資等を中心に比較的リスクを取った運用を行っている。

企業年金においては、各国で受給権保護を重視した財政基準の厳格化や保証制度の導入・改革などが図られ、また、企業会計基準で退職給付債務が認識されるなど共通した背景により、リスクを抑えた似たような運用となっているものと思われる。一方、公的年金基金では財政基準や保証制度、会計基準などの影響を受けることがないので、引き

続き積極的に運用を行っているが、財政の立て直しには至っていない。

財政基準の厳格化、保証制度の導入・改革、財務諸表への退職給付債務の反映などは、母体企業の負担を重くし、年金制度の継続に係るコストとリスクを高めることになるため、各国ともに母体企業はデ・リスクングへと舵を切っている。具体的には、確定給付企業年金を閉鎖・凍結して年金債務の増加を停止（DBからDCへの移行）、確定給付企業年金の運用リスク（株式比率）の低下、年金債務の変動のヘッジ（LDI²、債券運用中心）、年金パイアウトによる企業のバランスシートからの切り離し、などがある。日本では、パイアウトの仕組みは整備されていないが、リスク対応掛金やリスク分担型企业年金といった制度が整備されている。また、日本では厚生年金基金制度や税制適格退職年金制度から確定給付企業年金制度への移行が行われてきたが、その過程で制度を解散、終了する基金や企業も多く、確定給付型の制度数及び加入員数は減少している。

このように、確定給付型の企業年金でリスクを削減するデ・リスクングの動きが各国共通に見られるのは、財政基準の厳格化や会計基準のグローバルスタンダード化の影響によるもので、資産運用の専門性や年金運用に対する意識の違いなどではない。日本における企業年金の運用は、海外の企業年金と比べて異質なものでなければ、高度化していないわけではない。

もし、海外の公的年金基金や大学基金のような運用を目指すのであれば、財政基準を大幅に緩和し、退職給付債務をオフバランスにするなどの措置を取れば可能かもしれないが、それでは信頼される企業年金制度とは言えず、グローバルな企業活動の観点からも適切な措置とは言えない。

（４）安全かつ効率的な運用

確定給付企業年金については、確定給付企業年金法第67条において、積立金の運用は、安全かつ効率的に行わなければならないと規定されている。

「安全かつ効率的な運用」とは、具体的にどのように運用を行えばよいのか。そのヒントは、公的年金の運用に関する基本方針（「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第1号））にある。

当該方針では、第一として以下の2つの基本的な方針が規定されている。

- ・積立金の運用は、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。
- ・積立金の運用は、厚生年金保険事業の財政上の諸前提を踏まえ、保険給付等に必要流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回りを、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと。

² Liability Driven Investment の略で、年金債務を重視した運用戦略のこと。年金 ALM にリスクヘッジ手法を取り込んだ資産運用手法で、例えば、金利スワップを使って金利リスクに伴う年金債務の変動をヘッジし、年金財政の安定化を図ることを目的とした手法などがある。

当該方針でも、企業年金同様に積立金の運用は安全かつ効率的に行うことが謳われており、更に積立金の運用は、必要となる運用利回りを最低限のリスクで確保することとしている。これを企業年金に読み替えると「専ら加入者等の利益のため、長期的な観点から事業の運営の安定に資することを目的に、財政上の諸前提を踏まえ、必要な流動性を確保しつつ、必要となる運用利回りを最低限のリスクで確保すること」ということになる。必要な運用利回りは年金財政の前提となる予定利率であることから、予定利率（+運用費用）を目標として最低限のリスクとなる資産構成割合を最適化計算により導き出し、それを政策アセットミックスとして運用するということになり、正に現在、各企業年金で実施している資産運用の方法そのものである。

したがって、企業年金が現在行っている資産運用は、法令に沿ったものであり、かつ公的年金の運用方針とも整合的なものであって、また、世界の企業年金と比べても見劣りするものでもない。

日本の企業年金は、健全な財政状況で運営されており、政府が掲げる資産運用立国の実現や運用高度化の観点からも、期待される役割を果たしている。引き続き健全な年金財政を維持することで、加入者・受給者の受給権を確保していくことが企業年金に課せられた使命である。

(5) 小規模な企業年金のための合同運用スキーム

国内の確定給付企業年金は、2023年3月末現在11,933件、資産残高は80兆5,006億円で、単純平均した資産残高は1件当たり67億円となるが、数千億円規模の企業年金が存在することから、単純平均より小規模な企業年金が非常に多く設立されていることがうかがえる。

資産運用において資産規模が小さいと、運用に係るコストが割高となったり、十分な分散が図れないといったデメリットが生じる。そのため、小規模な企業年金であっても効率的な運用ができ、スケールメリットを享受できるよう合同運用のスキームが整備されている。

信託銀行では、企業年金専用の合同運用商品として「年金投資基金信託」が提供されており、資産別に運用スタイルなどの異なる複数の合同口が設定されている。

生命保険会社では、保険会社の保険商品を合同して運用する一般勘定の他に、企業年金の資産を分離して特別勘定で合同運用を行う第一特約があり、複数の資産で運用する総合口と資産タイプ別の合同運用口が設定されている。

また、投資顧問会社では、多数の投資家の資金を合算して運用する投資信託のスキームがあり、特定の機関投資家のみを対象とした私募投資信託が設定されている。

更に、複数の投資信託（ファンド）を組み合わせた、ファンド・オブ・ファンズもある。

このように、委託先の運用受託機関において、複数の企業年金の資産を合算して運用することで、小規模な企業年金であっても効率的に様々な運用手法を組み合わせる運用することができるようなスキームが用意されており、効率的に分散した運用が可能となっている。

ただし、一部の運用受託機関あるいは投資対象ファンドでは、投資金額の下限が設定されている場合があり、また、運用報酬は委託額に応じて逓減する料率が設定されているので、委託金額が少額な場合は報酬が割高になるなど、規模の大きな企業年金と比べれば、デメリットがあることも事実である。

これらのデメリットを軽減するため、複数の事業所が共同して年金制度を運営する総合型の企業年金基金があり、中小企業が単独で制度運営するより、総合型の企業年金基金に加入した方が効率的な制度運営となる。

また、企業年金連合会では、確定給付企業年金を対象に共同運用事業を実施しており、企業年金連合会の年金資産の一部と当該事業に加入した企業年金の拠出金を合算して運用を行っており、運用報酬の低減とオルタナティブ投資を含む分散された運用により、運用の効率性を提供している。

多くの小規模な企業年金が、制度運営や資産運用の効率化をより一層高められるよう、企業年金連合会では、総合型企業年金基金及び共同運用事業の活用について積極的に情報を発信し、更に周知の徹底を図ることとしたい。

2. 企業年金のガバナンスと体制

(1) 企業年金のガバナンス体制

1990年代における運用規制の緩和とともに、受託者責任の周知徹底と並行しながら、企業年金のガバナンス体制の構築が図られてきた。

確定給付企業年金における管理運用業務に関する意思決定は、基金型の場合は、労使半数による代議員会、理事会の議決により決定し、規約型の場合、労働組合等の同意を得て事業主が決定することとなっている。

また、企業年金の業務の適正かつ能率的運営を図ることを目的に、基金型の確定給付企業年金では、監事を置くこととされており、最も重要な内部統制の役割を担っている。

さらに、純資産20億円以上の総合型の確定給付企業年金基金では、会計監査又は公認会計士等による「合意された手続業務（AUP）」が導入されている。

なお、上場するすべての企業を対象に、企業の財務報告に係る内部統制の適正化が義務化（内部統制報告制度（J-SOX法））され、企業年金も企業の重要な業務プロセスの一部として、母体企業の内部統制の対象になっている。

企業年金の内部統制に加え、事業運営が法令や年金規約に基づき適正かつ効率的に実施されているかという観点で行政監査が行われている。

年金財政に関しては、毎事業年度末において、継続基準（将来の給付を賄うために基準日時点で必要な積立金を保持しているかの検証）及び非継続基準（制度を終了した場合に過去の加入者期間に見合った給付を行えるかの検証）による検証を行い、積立不足が一定額を超えた場合は掛金の追加拠出を行い、また、将来にわたり財政の均衡を保ち安定した財政運営を行うため、少なくとも5年ごとに財政再計算を行い、掛金計算の基礎となる基礎率（予定利率、予定脱退率等）を過去の実績や将来予測に基づき検証し、必要に応じて掛金の見直しを行っている。

年金資産の運用に関しては、基金型では積立金の管理及び運用に関する業務を執行する理事（運用執行理事）を置かなければならないこととされており、基本方針及び政策アセットミックスの策定に加え、資産残高100億円以上の場合には、資産運用委員会の設置が義務付けられている。また、コンサルタント会社と契約している企業年金も多く、特に大手では6割を超える企業年金が契約している。

このように年金制度を適正に運営するためのガバナンス体制、内部統制、資産運用の体制が整備されている。

（2）トレードオフ問題

確定給付企業年金において、どのように制度を設計し、どのような資産運用を行い、体制やコストなど、どのように制度を運営するかは、法令、財政基準、会計基準、人事戦略、母体企業の経営状況、成熟度、リスク許容度など、様々な要素を踏まえたうえで、関係者が受託者責任の観点から判断することとなる。

どこまでコストやリスクを負担するかは、人事戦略、掛金負担能力、成熟度、年金資産の規模、リスク許容度などにより、それぞれの企業の考え方や状況により異なる。一概に、こうすべきであるとか、ベストプラクティスを示して見本にすれば足りるというものではない。

それぞれの要素はトレードオフの関係にあり、トレードオフの問題については、当事者しか決めることができず、正に労使合意により決定されることとなり、前述のとおり、複雑なトレードオフ問題について、関係者が十分に検討し議論して責任をもって決定する仕組みはすでに整備され実行されている。

したがって、それぞれの企業年金がどのような体制で、どのような運用を行うのかは、様々なトレードオフ問題を考慮して決定された結果であり、法令や基準等に反するものでない限り、関係者以外がその結果について非難することはできない。

なお、法令や基準等による規制は、企業年金の健全な運営を実現するために必要不可欠なものに限定し、労使自治を最大限尊重すべきである。

（3）運用受託機関の利益構造との相違

企業年金による年金資産の運用は、基金型であれば自ら投資判断を行う自家運用も可能であるが、専任のファンドマネジャーを採用し必要な設備を準備するなど、体制の整備に係るコストを考慮すると、外部の運用受託機関に運用を委託するのが効率的である。

一方で、運用受託機関とは、委託・受託の関係における情報の非対称性に基づくエージェント問題が課題となる。運用受託機関は、常に顧客である企業年金のために最善を尽くしているかどうか、外部の委託者にはわからない。運用受託機関による運用結果がマイナスとなっても、運用受託機関の損失にはならず、全て委託した企業年金の損失となり、それでも運用受託機関には運用報酬を支払わなければならない。

運用受託機関を評価して、その説明が明解でも、運用結果を保証するものではない。予想外の出来事によるものかもしれないし、説明と違った運用をした結果かもしれない。

場合によっては最善を尽くさず手を抜いた結果かもしれない。厄介なのは、外部からは、ベストを尽くしたがやむを得ない結果だったのか、手抜きによるものだったのか、識別することが困難な場合である。したがって受託者責任や顧客本位の業務運営の確保が重要となり、委託者のために最善を尽くすことが求められる。

逆に運用受託機関は、たとえ良好な運用パフォーマンスをあげたとしても、その成果は基本的に顧客に帰属するので大きなメリットが得られない。運用受託機関の収入は、基本的に顧客が支払う運用報酬なので、顧客を増やし預かり資産を増やすことがビジネス上の目標となる可能性が高い。彼らは、自らの利益のために顧客の支払った運用報酬の多くを新規顧客の開拓に充てているかもしれない。

企業年金は、運用受託機関の運用から生じる全ての運用リスクを引き受けたいという委託し、運用受託機関は、ほぼ運用リスクを負わずに安定した運用報酬を顧客である企業年金から受け取る。³ リスクを引き受ける企業年金では当然、慎重に評価することとなるため、運用受託機関はそう簡単に契約を取ることはできない。契約してからも、企業年金ではエージェンシーコストをできるだけ最小化しようとして、運用受託機関に情報の提供や報告を求めるが、運用受託機関はできるだけコストや手間を省き利益を最大化しようとする。

このように企業年金と運用受託機関の利害は必ずしも一致しない。また、運用受託機関は、企業年金の財政状況や年金資産全体のポートフォリオについて常に把握しているわけではないので、企業年金にとって最適な運用手法や必要とする運用商品を提供できているとは限らない。

企業年金では、前述のトレードオフ問題のなかで運用方針を定め、必要とする運用手法や運用商品を決定するが、運用受託機関は主にリターンに着目した営業をしがちで、企業年金のニーズに合わない運用手法や運用商品を勧めるケースも多く見られる。このようなミスマッチが生じた場合、運用受託機関の担当者は、企業年金担当者に専門性が無いから運用手法や運用商品の良さを理解できないのだ（目利き力が無い）と考えてしまっていないだろうか。

運用受託機関と企業年金では利害が異なり、引き受けるリスクの大きさが格段に異なる。また資産運用に対するニーズが合致するとも限らない。運用受託機関は、提供する運用手法や運用商品の単体の良さをアピールするが、企業年金は、年金財政、成熟度、母体企業の財務諸表等への影響、母体企業の追加の掛金負担能力など、より多くの要素を勘案したうえで、最適なポートフォリオを構築し、運用受託機関を選定している。単純にパフォーマンスのみを比較して上から順番に選んでいるわけではなく、許容できるリスクの下で、ポートフォリオ全体の分散や効率性を考慮し、定性評価も加えながら選定している。

このような目的や立場、状況の違いを相互に理解していないことが、企業年金の担当者に対する運用受託機関関係者の誤解や誤認の元になっているのではないだろうか。

³ 成功報酬が設定されている投資や、運用者も自らの資金を投資するセイムボート投資など、投資家とリスクを共有する投資スキームも一部にある。

(4) 年金資産運用に関する専門性

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」では、「海外と比べて専門性や人材が不足しているなど、運用力の向上に向けた取組が十分ではないとの指摘がある。このため、アセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う。」としている。

ところで専門性に関して、資産運用業務を行うために国家資格や免許は必要ない。命を預かる医師や権利を扱う弁護士は、資格や免許が必要であるが、財産を預かる運用者には資格や免許がいらない。これは世界共通のことである。

資産運用における専門性に関して、どのような要件や基準が必要なのだろうか。

例えば、日本証券アナリスト協会認定アナリストは、所定の試験合格と実務経験 3 年で同協会の検定会員として入会でき資格を取得する。また、日本 FP 協会の CFP®認定者も所定の試験合格、研修受講と実務経験 3 年を要件としている。あるいは、企業年金基金で債券などを自家運用する場合、実務経験 3 年以上のファンドマネジャーを置くこととされている。これらから、実務経験 3 年が一つの目安と考えられる。

もっとも実務経験だけでなく試験合格も要件であったりするが、運用受託機関のファンドマネジャーやポートフォリオマネジャーと称する者であっても、日本証券アナリスト協会認定アナリストや米国証券アナリスト (CFA) であるとは限らず、基本的には実務経験と運用実績で評価されている。

確定給付企業年金では、概ね 5 年ごとに財政再計算が行われ、この財政再計算のタイミングで資産運用についても検証を行い、必要に応じて見直しを行うケースが多く見られる。単年度といった短期ではなく 5 年程度の期間で検証し必要な見直しを行うのは、長期運用の観点から妥当であろう。

最近では、金融機関出身者が企業年金の担当者となることも増えてきたが、多くの担当者のこれまでの経歴や母体企業との人事ローテーションの実態から、専門性や人員不足について課題を指摘する向きもある。

しかし、5 年程度を見越した長期運用を行っており、就任して直ちに運用方針や委託先の運用受託機関を見直さなければならぬわけではない。常に個別の銘柄や商品についての投資判断が必要となる運用受託機関の運用担当者とは異なり、企業年金の運用担当者の業務は、運用の基本方針や政策アセットミックスの策定・変更、運用受託機関の評価と見直し、年金資産の管理と評価などであり、常に個別の投資判断を必要とする業務ではない。また、個人の投資判断により見直すわけではなく、長期的に関係者の合意形成を図りながら必要に応じて見直していく仕事を中心とする。

また、各企業年金では、委託先の運用受託機関と定期的あるいは必要に応じて、ミーティングを行っている。このミーティングにおいて、運用状況について説明を求め、運用結果やポートフォリオの状況について確認するとともに、その積み重ねが運用受託機関の評価にもつながっている。

企業年金の担当者が交代し、例え資産運用の経験の無い者が担当者となったとしても、平均 7 社の運用受託機関に委託しているので、四半期ごとにミーティングを行えば、年間

28 回も専門家であるはずの運用受託機関から説明を受ける機会を得る。この内容は、実在するポートフォリオについて実際のマーケットにおいて、どのような結果をもたらし、それがどのような要因によるものなのか、その結果ポートフォリオはどう変化したのかなど、教科書で学んだだけでは得られない、リアルな資産運用に関する多くの知識と経験をミーティングを通じて得ることができる。しかも複数の専門家（運用受託機関）による異なる視点や見通しにおける情報や知見を得ることができることは、委託者であるがゆえのアドバンテージである。ましてや大規模な企業年金では平均 20 社と契約しており、年間 80 回ものミーティングの機会を得る。これは、外部の者からは想像もつかないほどの情報と知見を短期間で習得することにつながっている。

これを 3 年も続ければ、企業年金の資産運用担当者としての専門性を十分得ることができ、実際に多くの企業年金関係者は、受託者責任を果たすために必要な資質を備えている。

このような知識と経験を生かして、次の財政再計算に向け運用方針や委託先の運用受託機関について必要な見直しを 2 年程度かけて行い、次の担当者に引き継いでいく。もちろん見直しを行う場合は、担当者の一存だけで決まるわけではなく、資産運用委員会に諮り、基金型であれば理事会や代議員会で決議し、規約型であれば労働組合等の同意を得るなど、労使合意の下で見直していくことになるので、担当者が変わったとしても組織としての一貫性と継続性は維持されている。

また、資産運用の結果に過度に期待し頼っている、加入者・受給者の受給権を守り、健全な年金財政を安定的に維持していくことはできない。いざという時に母体企業（実施事業所）から追加の掛金を拠出してもらう必要がある。実施事業所の理解と協力が無ければ受給権を保護することはできない。そのためには実施事業所との良好な関係を維持することも企業年金担当者として必要不可欠な資質である。

前述のとおり、米国公的年金基金は追加の掛金拠出が難しいがために積立不足が続き、健全とはいえない財政状況のまま、資産運用に頼った制度運営がされており、とても持続可能な制度運営とは言えない。米国の企業年金は、90 年代後半の好調な資産運用の結果、コントリビューションホリデーを謳歌したが、その後は、追加の掛金負担に耐え切れず閉鎖・凍結する企業年金が相次ぎ、新規の従業員は確定給付型の年金制度には加入できない状況となっている。

一方、日本では、労使相互の協力のもと複雑なトレードオフ問題に上手く折り合いを付けながら年金制度を設計し、ポートフォリオを構築して運用を行ってきた。その結果、健全な年金財政を実現することで、加入者・受給者の受給権を守り、最善の利益を図っている。

なお、企業年金連合会では、企業年金役職員を対象とした各種研修事業や資産運用に関する支援事業（実態調査、運用受託機関プロダクト情報、各種ハンドブック・書籍、相談、セミナー、スチュワードシップ活動に関する情報提供など）を実施するなど、各企業年金の資産運用をサポートしており、引き続き強力にバックアップしていくこととしたい。

(5) 超過リターン（アルファ）の獲得

企業年金における資産運用の基本は、各資産の組合せに基づくリスク・リターンの関係から成る効率的フロンティア上のポートフォリオの中から、年金債務も考慮したうえで、それぞれのリスク許容度に応じた最適なポートフォリオを選択して運用することである。つまり ALM 分析に基づく政策アセットミックスの策定であり、この基本となるポートフォリオは、各投資対象資産の市場リスク（ベータリスク）に基づくパッシブな予測に基づく政策的な意思決定によるものである。

政策アセットミックスの策定は、パッシブ運用が前提となり、この最も重要かつ基本的な意思決定は、前述のようなプロセスにおいて企業年金担当者が習得する専門性で十分に対応は可能であると考えている。

一方、年金資産運用において更なる付加価値の獲得を目指すことや、そのための体制整備やコストの負担について、どう考えたら良いのであろうか。

例えば、長期運用を前提に短期的な下落に囚われず（リスク許容度を超えて）、高いリターンを求めてリスク資産への投資を増やすことが考えられる。しかし、前述のとおり財政運営基準や退職給付会計との関係から、どんなに長期運用だからと言って短期的な下落に囚われずリスク許容度を超えてリスク資産を組み入れることは、困難である。また、企業経営や株主の観点から、理論的にベータリスクをとってベータリターンをあげても、母体企業の企業価値には影響しないので、必要以上にリスク資産を組み入れる誘因にはならず、母体企業の株主にとっても、自らベータリスクをとることができるので、投資先企業の年金資産で必要以上にベータリスクを取ってもらう必要は無い。

また、パッシブ運用だけでなくアクティブ運用や、オルタナティブ投資を採用することで、より高いリターンを求めることもできる。

しかし、アクティブ運用によるアルファの総和は 0%（ゼロサム）であり、コスト控除後のアルファを投資家全体で得ることはできない。市場は完全ではないにしても相当程度効率的であり、誰でも容易くアルファが得られるというものではない。

オルタナティブ投資は、伝統的資産とは異なる様々な特性やリスクを考慮する必要がある、複雑なスキームであったり、ファンドの個別性が高かったり（ベータリスクの把握が困難）、時価情報が限られ遅効的であったりするため、高度なリスク管理と経験を要する。

アクティブ運用やオルタナティブ投資でアルファを得るためには、求めるアルファの水準にもよるが、その程度に応じた経験と能力を備えた人材の配置や、それを支えるためのモデルや情報機器などの体制整備も必要となる。アルファの獲得を目指すなら相応のコストをかける必要があり、そのコスト以上のアルファが得られないのであれば、受託者責任の観点からそのコストは正当化できない。

アルファを獲得するために最も重要となるのは、能力の高い優秀な人材の確保であり、内部にいなければ外部から採用するしかないが、英米とは異なり、運用機関での経験だけでなく、コンサルタントや年金基金での経験も持つ人材は限られ、限られた中から有能な人材を採用することは容易でない。特に、規模の小さな年金では、これらのコスト

は年金資産に比してかなり割高な水準となり、期待されるアルファに見合わない可能性は高い。

3. 顧客本位の業務運営の確保について

「資産所得倍増プラン」における「顧客本位の業務運営の確保」において、金融事業者だけでなく企業年金制度等の運営に携わる者についても、顧客等（加入者）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、第 211 回国会（2023 年通常国会）に、顧客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べき旨の義務を規定する、金融商品取引法等の一部を改正する法律案（金融庁所管）が提出され、継続審議とされたところである。

（1）企業年金の受託者責任

金融商品取引法等の一部を改正する法律案における企業年金制度等の運営に携わる者についての顧客本位の業務運営の確保に関しては、第 21 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会（2023 年 4 月 12 日）の資料において、「……法律に基づく指導監督の規定はなく、罰則規定もない。このため、指導監督は、従来の枠組みに基づき、厚労省が行う。」とされ、「現行法令等において、……忠実義務が規定されている。今般規定される義務は、新たな内容というよりは、現行の忠実義務等の規定による対応を定着・底上げするために、主体横断的に法律で明記するもの。」と説明されている。

企業年金に関する忠実義務を含む受託者責任については、1980 年代から海外調査などにより得た情報を踏まえ、運用規制の緩和撤廃の要望と並行して、米国におけるエリサ法などを参考に、企業年金関係者が自ら研究、検討しながら受託者責任の重要性を認識し啓蒙を図り、関係者間で共有を図ってきた。

これらの経緯も踏まえ、90 年代後半の運用規制撤廃の実現と共に受託者責任の明確化の作業が行われ、その結果が、資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（資産運用ガイドライン）として厚生労働省年金局から通知され、体系的に整理されており、企業年金連合会でも「受託者責任ハンドブック」を作成するなど、その定着を図ってきた。

当該資産運用ガイドラインの中で、受託者責任に関する一般的基準として、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。」とされ、「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。」とされており、いわゆるプルードント・パーソン・ルールの考え方が示されている。

この考え方に基づく年金資産の運用は、ポートフォリオ重視の運用を意味しており、現代証券投資理論に基づき運用することが前提となる。具体的には、分散投資であり、年金資産全体（ポートフォリオ全体）のリスクとリターンの考慮であり、市場の効率性やリスク回避的な投資家による投資機会の選択などが前提となる。

現在、企業年金における年金資産の運用は、適正なリスク管理の下で許容できるリスク

におけるリターン最大化の運用を基本としており、受給権保護の観点からリスク管理に重点が置かれている。長期にわたる老後を支える大切な資産であり、リターンを重視する余りリスク管理が疎かとなり、積立金が不足し加入者に約束した年金が払えなくなることが無いよう、各企業年金では、責任をもって年金給付を行うため効率的な運用が行われており、その結果、健全な年金財政が維持されている。

(2) 最善の利益を勘案した業務運営の確保

本法案では「顧客等の最善の利益を勘案」することが規定されているが、「最善の利益」とは具体的に何を意味しているのであろうか。そもそも金融事業者を対象として金融庁が策定した「顧客本位の業務運営に関する原則」において規定されている概念であるが、特に定義は設けられておらず、あくまでも各金融事業者が自ら検討すべき課題とされているようである。

そこに企業年金制度等の運営に携わる者等も規定の対象に加え横断化を図る、というのが今回の法律改正の主旨であるが、企業年金における「顧客等」及び「最善の利益」は、金融事業者のそれとは明らかに異なるものであると同時に、最善の利益については、金融事業者においても定義されているわけではないので、企業年金における「顧客等の最善の利益」とは具体的にどのようなものなのか明らかにする必要がある。

そのヒントを、「金融審議会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」（2022年12月9日）に見出すことができる。同報告第2章第1節「インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保」において、「金融機関や企業年金等のアセットオーナー等、資産形成を支えるインベストメント・チェーン（投資の連鎖）に参加する全ての主体が、顧客・最終受益者の利益を最大化するため、十分に機能を発揮することが重要である。」と記されている。

企業年金の場合、最終受益者は加入者・受給者である。確定給付型の年金制度において、加入者・受給者の利益を最大化することは、約束した年金を確実に支払い続けること、つまり年金制度の持続可能性を高め維持することに他ならない。そのためには健全な年金財政を維持できるように年金資産を運用し、積立不足になる確率を最小化するように運用リスクを管理することになる。そのうえで、万が一、積立不足が生じた場合には、母体企業が基準に従い追加の掛金を拠出して積立水準を回復させることが必要となるため、母体企業による追加掛金の負担可能な範囲に積立不足が抑えられるよう運用リスクを管理することになる。

確定給付企業年金では、年金財政を安定させること、母体企業が追加拠出可能な範囲に不足を抑えること、この2点について十分に考慮した運用を行うことが、最終受益者の利益を最大化する業務運営ということになる。以上のような考え方は、ALM分析に基づく政策アセットミックスの策定プロセスそのものであり、このことは、確定給付企業年金制度の運営者に共通する基本的な考え方となる。しかし、成熟度、母体企業の事業規模に対する年金積立金の規模、母体企業の経営状況や人事戦略などの違いにより、母体企業が追加拠出可能な範囲はそれぞれ異なり、許容できるリスクが違うため、運用の目標

や政策アセットミックス、具体的な実際の運用ポートフォリオは、それぞれ異なるものとなる。

(3) 確定給付企業年金の資産運用におけるリスク・リターンの影響

企業年金に求められる受託者責任は、受給権の保護であり、持続可能な年金制度の運営であることに疑いの余地はない。確定給付企業年金制度は、事業主が従業員と給付の内容をあらかじめ約束し、高齢期に従業員がその内容に基づく給付を受け取ることができる制度であり、その資産の運用において最も重視されるべきは、安定した年金財政を維持することであって、年金額を最大化（増額）させることが第一の目的とは成り得ない。資産運用の結果に応じて年金額が増減するような運用商品ではなく、老齢期に備え約束された給付を受け取ることのできる制度である。

年金資産運用の結果が想定を上回り剰余が生じた場合は、新たな労使合意によって給付を増額することがない限り、剰余金は将来の積立不足に備えて留保するか⁴、母体企業の将来の掛金の減少に充当され⁵、いずれにしても母体企業の利益となるが⁶、逆に不足金が生じた場合は、加入者・受給者の受給権を保護するため母体企業が追加の掛金を負担することとなる。

一方、加入者・受給者にとっては、母体企業が追加の掛金を負担する限りにおいて、想定を下回る運用結果であったとしても、年金額に何ら影響を及ぼすことは無く、受給権は保護される。逆に想定より高い運用リターンだったとしても直ちに年金額が増えるわけではない。給付改善を内容とする新たな労使合意がなされれば増額改訂されるが、特段の労使合意がなければ自動的に年金額が増額することはない。⁷

母体企業は不足の場合に追加拠出の義務を負う以上、繰越剰余金が将来的に不足を心配する必要のない水準まで積み上がらない限り、その剰余を取り崩して給付増額に同意することは難しいのではないか。また、給付増額は、母体企業の退職給付費用の増加により会計上の利益を減少させ、株主への配当原資を縮小させることにもなることから、雇用の給付増額と株主への配当のバランスを考慮することも求められ、企業年金に剰余が生じたからと言って、無条件に給付改善に充当できるものでもないのではないか。

もちろん、資産運用の結果、高いリターンが得られれば掛金の減少だけでなく給付の増額もあり得るので、母体企業にとっても加入者・受給者にとってもメリットが無いわけ

⁴年金資産が積立上限（保守的な基準による数理債務と最低積立基準額のいずれか大きい方を1.5倍した額）を超過した場合、当該超過額については内部に留保できず、その額に応じて掛金を減額または停止しなければならない。

⁵積立金の受益者は加入者・受給者であるため、剰余金に相当する積立金を母体企業に直接返還することはできない。

⁶企業会計においても運用収益が想定を上回った場合は、退職給付費用の減少を通じて、母体企業の利益になっていると言える。

⁷運用リスクを事業主と加入者で柔軟に分け合う「リスク分担型企業年金」では、財政状況に応じて給付が調整される仕組みであるため、運用の結果は加入者等の給付に反映される。資産運用におけるリスク資産の額や予定利率の低下に伴う債務の増加に応じて算出した財政悪化リスク相当額（リスクバッファ）の全部または一部に相当する額を事業主が掛金として拠出したうえで、剰余や不足が生じた場合に給付額を変動させる。DCに類似した特徴を持ち、母体企業の退職給付に係る負債計上の対象外となっている。この仕組みでは、運用の結果が給付に反映されることから、加入者の代表が参画する委員会の設置が義務付けられている。

ではない。しかし、その場合であっても、ALM 分析に基づく最適なポートフォリオによる運用が基本であることに留意が必要である。

したがって、確定給付型の企業年金においては、新たな法律に基づき最善の利益を勘案した顧客本位の業務運営を確保することとなったとしても、これまで通り、年金財政を安定化させ受給権の保護を第一に考えた業務運営、つまりリスク管理に重点を置いた年金資産運用を継続していくことには変わりはない。最善の利益を勘案した顧客本位の業務運営は、年金財政の安定化やリスクを軽視したリターン最大化のみを目標とするような運用では決してないことを改めて確認するとともに、企業年金関係者が混乱し、誤った事業運営とならないよう、企業年金連合会として、広く正しい情報を発信していくこととしたい。

(4) 運用受託機関（金融グループ）による顧客本位の業務運営

これまで金融事業者を対象としていた顧客本位の業務運営の確保について、企業年金も含む資産形成を支える幅広い主体一般に共通する義務として、法定化することとなった背景として、運用の専門家の活用不足や不十分な運用機関の選定プロセスが課題として挙げられている。

企業年金による運用受託機関への委託は、年金資産の管理・運用に関する委託に加え、制度運営に関し総幹事を1社任命し、業務委託契約と総幹事業務契約を締結する。効率的な業務のために必要な仕組みである。

総幹事業務の委託は一部の信託銀行、生命保険会社に限られており、限定された受託機関の中から選択することとなるため、外見的な状況だけ見た場合に母体企業が取引関係を重視して委託先を決定しているように見えるのかもしれない。しかし、当然、全ての委託先については法令に基づく受託者責任（忠実義務）を前提として、適正な調査と評価に基づき各企業年金の責任と判断において選定されていることは言うまでもない。

また、投資一任契約の場合は、資産管理を行う信託銀行との特定信託契約の締結が必要となるが、総幹事会社や総幹事会社が再信託又は共同信託している資産管理専門信託銀行に委託するケースが一般的である。これは資産管理をできるだけ一元化した方が、効率的に年金資産の管理ができるからで、米国におけるマスタートラスト制度を参考としている。

企業年金における普段の業務は、業務委託先の総幹事会社と協力しながら行われることになるため、総幹事会社の存在がクローズアップされ過大評価されがちであり、その役割に対する誤解もあるのではないかとと思われる。

仮に、母体企業への配慮により委託先が決まっていたとして、その委託先の能力が低いのために年金財政が悪化したとしても、前述のとおり加入者・受給者の受給権は保護され母体企業が追加の拠出を強いられることになり、加入者・受給者に損害は発生しない⁸。結局は、母体企業がその代償を払うことになるので、運用能力も含めた総合的な評価の

⁸ 積立不足や母体企業の倒産リスクが高いなど年金給付が削減されかねない状況となれば、加入者・受給者もリターンの変動の影響を受ける可能性があるため、加入者・受給者が全く不利益を被らないわけではない。

下で判断することが、母体企業の経営者にとって合理的な判断になると考えられる。

むしろ顧客本位の業務運営の確保に関して問題となるのは、企業年金の判断により、母体企業と取引関係にある運用受託機関（金融グループを含む）を解約あるいは減額しようとした場合に、その運用受託機関あるいはそのグループの金融機関が、母体企業に圧力をかけてくる場合である。

この場合、母体企業に対する優越的地位の濫用といえ、そもそも顧客である企業年金の判断に対して金融事業者が圧力をかけること自体が、顧客本位の業務運営原則や誠実義務に反する行為であり、今回の法改正がなされた際には、金融庁には金融事業者に対する監督及び指導の強化をお願いしたい。

企業年金が顧客本位の業務運営を確保するためには、まず、顧客である企業年金に対して運用受託機関及びそのグループの金融機関が、顧客本位の業務運営を徹底することが前提となる。

今後、このような事実を確認した場合は、金融庁に通告するなどの対応を検討していく必要がある。

(5) 確定拠出型企業年金における受託者責任

顧客本位の業務運営の確保に関しては、前述のとおり確定給付企業年金では、加入者・受給者の受給権は原則保護されており、母体企業が存続し掛金を負担する限りにおいて、加入者・受給者に損失は発生しない。

一方、確定拠出年金においては、運用結果は全て加入者の積立金の増減に直結するため、事業主や運営管理機関による加入者本位の業務運営を確保することはより一層重要となる。

金融庁の「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」で指摘されている「一物多価」や「アクティブファンドのアルファと、商品選定への示唆」について、確定拠出年金を運営する事業主や運営管理機関は、当該レポートが指摘する実態を受け止め、今一度、運営管理機関や運用商品の選定が加入者本位で行われているか、評価し確認することが必要である。

事業主による運営管理機関の評価については、確定拠出年金法において、少なくとも5年ごとに評価を行い、必要に応じて委託内容や運営管理機関の変更などを行うよう努めなければならないとされている。

運営管理機関は、運用商品の選定、選定した運用商品に関する情報提供、投資教育など、確定拠出年金の制度運営において、非常に重要な役割を担っている。このため、事業主は、加入者にとって最も適切な運営管理機関を選任する義務があり、定期的に評価を行い、運営管理機関との対話を通じて改善していくことが必要となる。

加えて確定拠出年金法において、事業主の行為準則として、加入者に対する忠実義務が規定されており、加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、運営管理機関に委託することや、運用商品を選定することは禁止されている。

確定拠出年金を運営する事業主が、受託者責任の観点から運営管理機関や運用商品につ

いて評価し、必要に応じて見直しを行うなどの対応を行い、企業型確定拠出年金のガバナンス向上に資するよう、企業年金連合会としてこれからも必要な支援を継続していく。

なお、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」において、「雇用者が中立的な認定アドバイザーを活用する場合に企業から雇用者に対して助成を行うことを後押しする。さらに、企業内に設置される雇用者向けの資産形成の相談の場において、中立的な認定アドバイザーを積極的に活用することを促す。」とされている。

中立的な認定アドバイザーについては、金融商品取引法等の一部を改正する法律案における金融経済教育推進機構の設立後、具体的な資格や要件などが明確になるものと思われる。

今後、加入者が認定アドバイザーを活用する場合の助成や、職場において資産形成の相談の場を設置し認定アドバイザーを活用することが求められることとなる可能性があり、そのための準備やコスト負担などについて考慮する必要がある。

企業年金連合会は、今後の動向を注視しながら情報収集を行い、関係者に必要な情報の提供を行うとともに、必要な支援について検討していくこととしたい。

4. スチュワードシップ活動の実質化について

日本版スチュワードシップ・コードは、2014年2月26日に策定され、その後、2017年5月29日及び2020年3月24日の2度にわたる改訂が行われ現在に至っている。

当該コードは、我が国経済の再生に向けて強い経済を取り戻すため、内閣に「日本経済再生本部」が設置され、成長戦略を定める「日本再興戦略」の中で、日本版スチュワードシップ・コードの取りまとめが閣議決定され、これを受けて策定されたものである。

当該コードにおける「スチュワードシップ責任」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。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」とし、「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である。」としている。

コーポレートガバナンス・コードの策定と併せ、コーポレートガバナンス改革に一定の進捗が見られるものの、より実効性を高めるべきではないか、との指摘もされており、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、2023年4月26日に「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」が提言された。

このようななか、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」において、スチュワードシップ活動の実質化についても、具体的な政策プランを年内にまとめるとされているところである。

(1) スチュワードシップ活動の拡大

前述のとおり、スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家の国内上場株式に占める割合は18%でしかなく、確定給付企業年金に至っては1%でしかない。

英米における機関投資家の保有割合は、日本よりはるかに高く、また政策的な株式保有がほとんど無いことと併せ、英米では、機関投資家の役割や影響力が大きいことがうかがえる。しかし、日本においては、まだまだ政策的な株式保有（物言わない株主）の割合が高い一方で、機関投資家が保有する割合は低い。（図表6）

更にこの中には、パッシブで保有し続ける公的セクターの投資も多いなかにあつて、スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家だけの取組では、実質的なコーポレートガバナンスの向上は、なかなか厳しい状況であると言える。

日本版スチュワードシップ・コードの目的が、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図り、経済全体の成長につなげることであるのであれば、全ての株式所有者に共通する目的であり、スチュワードシップ活動の取組を機関投資家だけに限定する必要は無いはずである。英国を範としてはいるものの「スチュワード」という言葉に囚われず、コードの適用範囲を拡大し、実質的にコーポレートガバナンス・コードと車の両輪にしていかなければ、いつまでたっても両コードが目指す目的の達成に近づいていかないのではないだろうか。

(2) スチュワードシップ活動の実質化におけるパッシブ運用の役割

資産運用立国の実現に向けた取組のひとつに、スチュワードシップ活動の実質化が挙げられている。実質化の意味するところや期待される取組が、運用受託機関の更なるコストや体制強化を伴う内容であるとすれば、そのコストを誰がどのように負担するのが課題となる。

日本版スチュワードシップ・コードは、2017年の改正でパッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきであるとされた。

そもそもパッシブ運用（インデックス運用）は、市場の効率性を前提に投資先企業の選別を行わず、インデックス（ベンチマーク）と同様のポートフォリオを構築することでインデックスのリターンに連動するように運用する手法であり、個別の企業を評価し選別しないことから、アナリスト活動（企業調査）は行っていない。したがって、低コストの運用であり、それがパッシブ運用の特徴でありメリットである。

スチュワードシップ・コードは、パッシブ運用に対して、より積極的な対話を求めているが、パッシブ運用は、企業調査や投資先企業との対話を行わないことを前提に運用報酬を低く設定しており、これまで企業調査や投資先企業との対話を行ってこなかった。

コード改定後、各運用受託機関ではアクティブ運用のリソースによる活動をもって、会社としてのスチュワードシップ活動としてきたのではないかと思われる。しかし、パッシブ運用を行っているがゆえに、アクティブ運用のリソースを超える、より広範な対話

等が求められることとなれば、運用受託機関では、そのための体制強化が必要となるのではないか。

スチュワードシップ・コードでは、低コストの運用がメリットのパッシブ運用も含め、スチュワードシップ活動は、中長期的な投資リターンの拡大を目指すものなので、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであると認識すべきことが記されている。

そうなると、投資対象企業の多いパッシブ運用を行っている運用受託機関では、より多くの企業と対話を行うなど、体制を強化し維持するために必要なコストを運用報酬に反映させることにもなる。運用を委託する投資家からすると、本当にスチュワードシップ活動で中長期的な投資リターンが拡大するのか、それを実証的に証明できなければ、その報酬の増額を正当化できず、受託者責任の観点から受け入れることはできない。パッシブ運用における低コストのメリットを犠牲にしても、スチュワードシップ活動によりリターンの拡大が図られることに関し、大多数の専門家が支持する実証研究の結果が待たれる。

結びに

アセットオーナーに対しては、インベストメント・チェーンにおける機能の発揮、資産運用立国の実現や運用高度化に向けた取組について期待されているところであるが、アセットオーナーは、年金だけでなく、保険会社、各種財団、学校法人など多岐にわたる広い主体である。

それぞれの主体が管理運用する資産の目的や体制、経緯、適用される法律や規制などは様々であり、一括りにその役割を整理できるものなのか不明ではあるが、その中でも年金が管理運用する資産の規模は大きく、各方面から期待されているところである。

2021 年度末時点における国内の退職給付積立金は 492 兆円で、その内 55%に当たる 271 兆円が公的年金の積立金であり、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が主に運用する国民年金と厚生年金の積立金が 204 兆円で、共済組合が 67 兆円を保有している。

企業年金は 106 兆円の 22%で、そのうち確定給付企業年金は 70 兆円で 14%となっている。企業年金より多くの資産を保有するのは私的年金で 115 兆円、特に生命保険会社の個人年金保険は 92 兆円と 19%を占めている。（図表 7）

企業年金は 70 兆円の資産を保有し大きな存在であると言われているが、国内の退職給付積立金に占める割合は 14%に過ぎず、国内の年金マーケットにおけるプレゼンスは、残念ながら大きくない。

国内の年金マーケットにおいては、何といたっても世界最大の投資家である GPIF が突出しているが、共済組合も確定給付企業年金と同程度の規模の年金資産を管理運用している。何かと企業年金にスポットが当たりがちであるが、国が掲げる資産運用立国の実現やアセットオーナーの運用高度化に対する影響や効果を考えると、公的年金の果たすべき役割は企業年金と比べものにならないほど大きいと言える。

また、年金に匹敵する規模の資産を管理運用しているのが保険会社（生命保険会社 400 兆

円強、損害保険会社約 30 兆円) であり、非営利の年金とは異なり、充実した体制を整えている保険会社は、資産運用立国の実現や運用高度化に向けたアセットオーナーとしての役割をリードする大きな存在である。

それでも企業年金に対し各方面から様々な期待をかけていただいていることは、たいへん光栄なことである。公的年金の所得代替率の低下が見込まれるなかにあって、公的年金の上乗せあるいは補完としての役割をしっかりと果たし、加入者・受給者のより豊かな老後生活を支えていくことが企業年金の使命である。

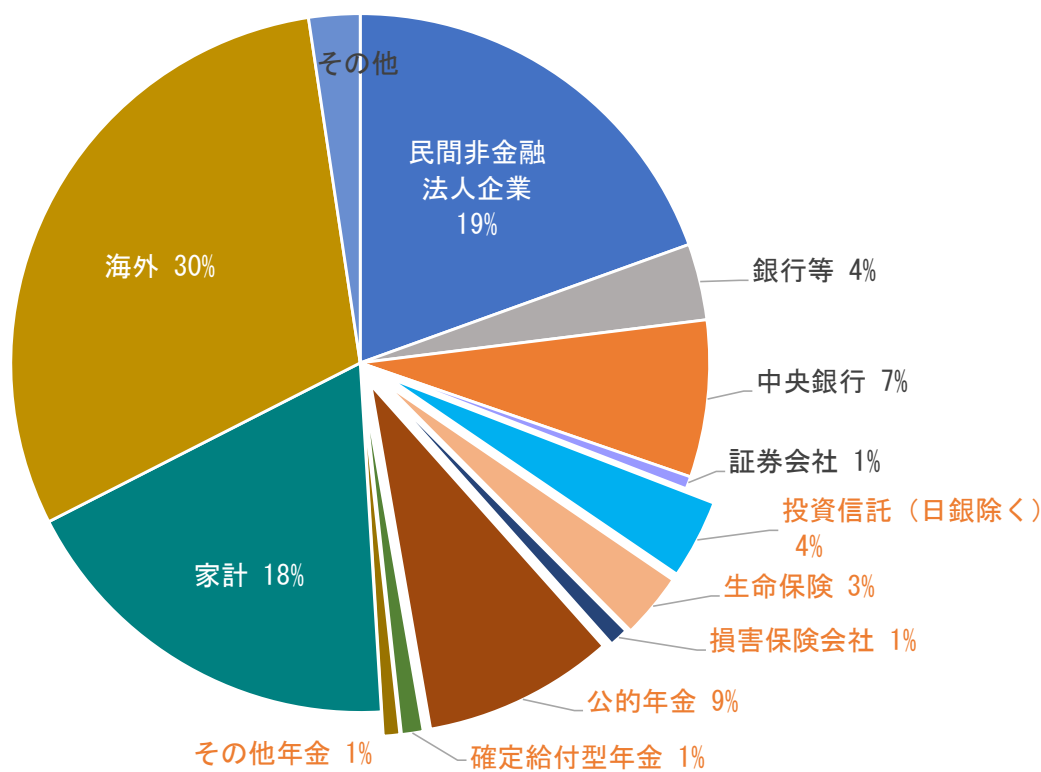
その過程において、受託者責任のもと、各企業年金における様々なトレードオフの問題を労使合意で決定しながら、効率的な年金資産の運用を粛々と実行していくことが、結果的にインベストメント・チェーンにおける企業年金に期待される役割を果たすことに通じるものと考えている。

各企業年金がその使命を果たしながら、インベストメント・チェーンにおいて期待される役割にも応えられるよう、企業年金連合会として必要な取組を直実に実施することで、各企業年金の事業運営や資産運用をこれからも支援していきたいと考えている。

また、税制適格退職年金制度の廃止や、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（平成 25 年法律第 63 号）の施行以降、企業年金を含む退職給付制度のカバレッジや水準が低下している。国民の老後の福祉の観点だけでなく、資産運用立国を実現する観点からも、老後資産形成を促し継続していくことは重要であり、企業年金制度の普及促進も大きな課題である。税制措置も含めて、企業年金の普及促進のための環境整備が求められる。

<資料>

図表 1：上場株式の各部門別保有割合



日本銀行「資金循環統計（2023年3月末）」より作成

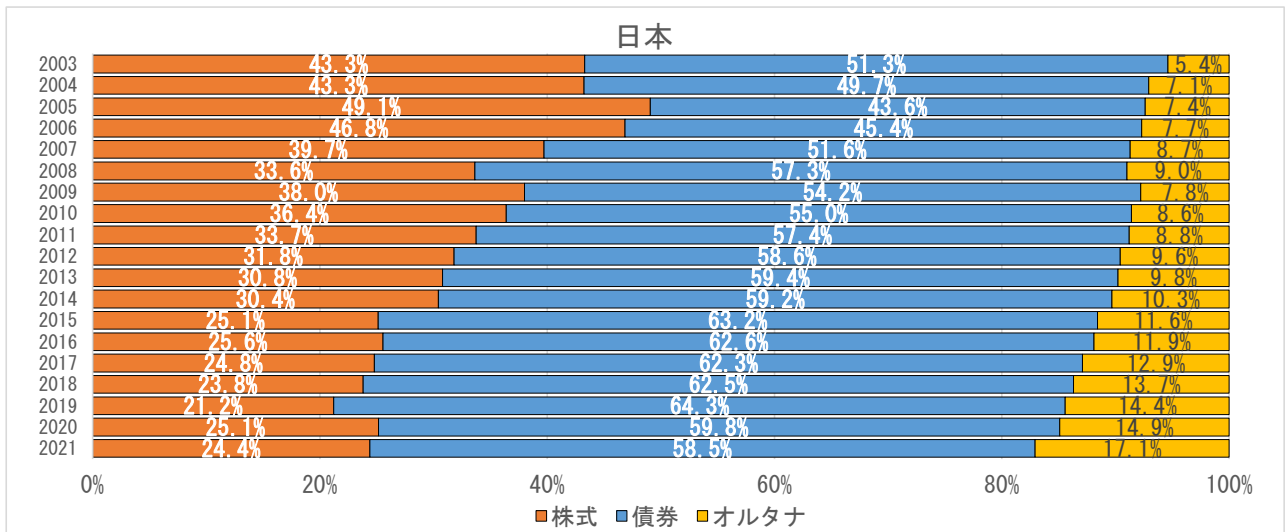
日本銀行の資金循環統計から2023年3月末時点の国内上場株式の各部門別保有割合を見たものである。

スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家は、右下の投資信託からその他年金までの各部門で、合計でも18%でしかない。コーポレートガバナンス・コードと車の両輪と言われるが、全く両輪とはなっておらず、いびつで不均衡な構造となっていることがわかる。ちなみに、中央銀行（日本銀行）はETFを購入しており、投資信託会社はスチュワードシップ・コードの対象ではあるが、日本銀行が対象となっていたため投資信託から除いて別計上している。さらに、機関投資家の内訳を見ると、確定給付企業年金の保有は1%と、マーケットにおけるプレゼンスは非常に小さく、スチュワードシップ活動の実質化への貢献には自ずと限界がある。

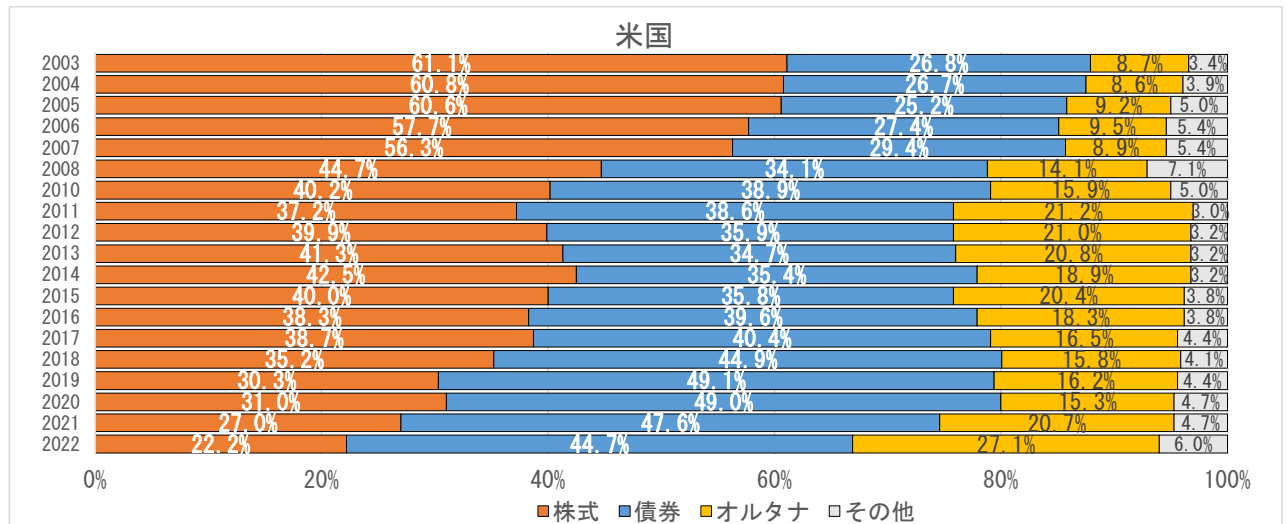
機関投資家の中で最も保有割合の高いのが公的年金で9%を保有し、スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家の約半分を占めており、公的年金の役割の大きさがうかがえる。

また、銀行等を含む民間企業が23%を保有しており、機関投資家の割合を上回っている状況において、スチュワードシップ活動が有効に機能するのか甚だ心もとない状況である。

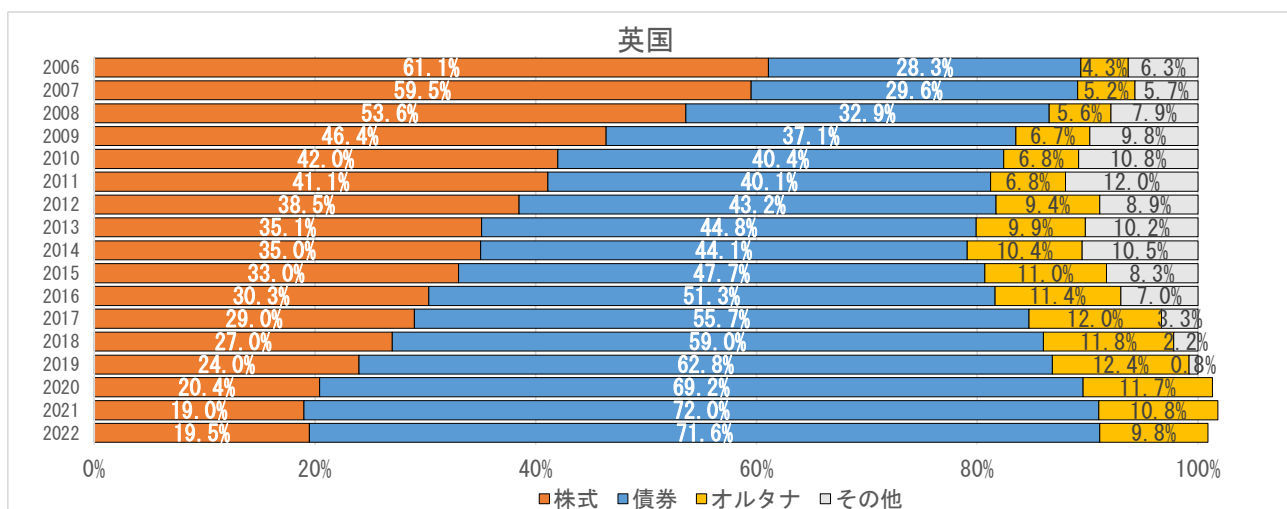
図表 2 : 企業年金の資産構成割合の推移



企業年金実態調査（企業年金連合会）より作成



「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」年金シニアプラン総合研究機構より作成



“The Purple Book 2022” Pension Protection Fundより作成

図表 2 は、確定給付型企業年金の資産構成割合の推移について、日英米の 3 か国について比較したものである。

日本は、企業年金連合会が実施している資産運用実態調査の結果から、国内債券、外国債券、生保一般勘定、短期資金の合計を債券とし、国内株式と外国株式の合計を株式、その他をオルタナティブ投資として集計し直している。

日本では、約 20 年間の間に株式の割合が徐々に低下し、オルタナティブ投資の割合が増えてきたことが分かる。株式の割合が最も高かったのは、このグラフで示している期間より前になるが、1999 年度末の 54.5%であったが、2021 年度末では 24.4%まで半減している。債券は、この 10 年間においては 6 割前後で比較的安定しており、徐々に比率が増えているのがオルタナティブ投資である。

英米では、2000 年代半ばまで株式 6 割という伝統的な資産配分であったが、継続的に低下傾向を示しており、特に世界金融危機以降、低下傾向が加速し、足元では 20%前後と 2000 年代前半に比べ 3 分の 2 程度まで株式の比率が低下している。

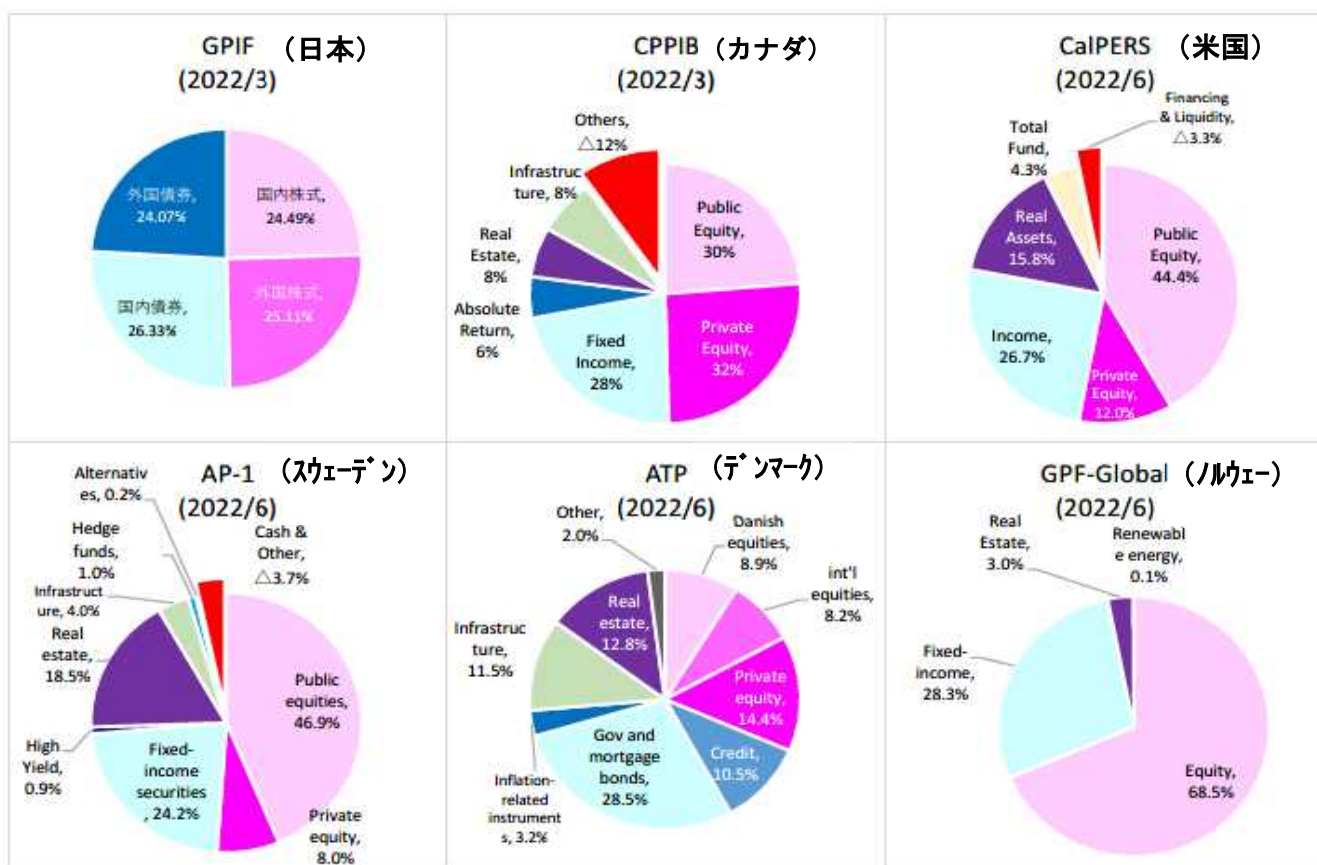
一方、債券の比率は増えており、特に英国においては急激かつ大幅に増加している。また英国では、ここ数年はポートフォリオ全体にレバレッジが掛かった状況となっており、合計が 100%を超えている。ポートフォリオを、リターン追求ポートフォリオと負債マッチング・ポートフォリオに区分し、負債マッチング・ポートフォリオでは LDI 戦略で積立比率の悪化を防ぎながら、リターン追求ポートフォリオで株式などリスク資産へ投資し、積立比率の引き上げを図っているため、レバレッジのかかったポートフォリオとなっているものと考えられる。

また、オルタナティブ投資は、米国で 20%前後で推移しているのに対し、英国では 10%前後とそれほど高くなくないといった違いがみられる。

それぞれの国によって特徴は見られるものの、この 20 年弱の間の傾向としては、株式比率の低下と債券とオルタナティブ投資の比率の増加という、共通した傾向が見て取れる。

これは、各国とも年金財政基準の厳格化や企業会計における退職給付債務の認識などが進められたことに加え、金利の低下とボラティルな投資環境などの共通した背景のもとで、確定給付型企業年金の運用リスクを抑制していることが要因と思われる。

図表 3 : 世界の主要公的年金基金の資産構成割合



出所：Annual Report/ホームページから年金シニアプラン総合研究機構作成

「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」年金シニアプラン総合研究機構より

世界を代表する大手公的年金基金の資産構成割合を見ると、プライベートエクイティを含む株式への投資の割合が高く、デンマークを除き5割を超えている。

また、日本やノルウェーを除き不動産やインフラ投資を中心にオルタナティブ投資の割合も高い。

一方、債券への投資は20%台の所が多く、全般的にリスク資産を中心に、オルタナティブ投資を含めた分散させた多彩なポートフォリオとなっている。

図表2の各国企業年金の状況とは大きく異なっており、財政基準や企業会計基準の影響を受けないこと、企業年金の母体企業のように掛金の引き上げや追加の掛金拠出が困難なこと（国民負担の増加であり政治的に困難）などを背景に、リスクの高い運用を行っているものと考えられる。

このように事情や状況が異なる公的年金基金と比較しても、正しい国際比較にならないことが分かる。国際比較をするのであれば、各国の企業年金と比較する必要がある。

図表 4 : 米国公的年金基金の財政状況

Fund	Total plan assets	Actuarial value of assets	Actuarial value of liabilities	Funding ratio	Assumed rate of return	10year return	実質必要利回り	超過リターン (10年)
CalPERS	401,916	372,778	531,166	70.18%	7.00%	8.50%	9.97%	-1.47%
CalSTRS	281,460	205,016	310,719	65.98%	7.00%	9.31%	10.61%	-1.30%
New York City Retirement	258,183	166,512	232,967	71.47%	7.00%	9.15%	9.79%	-0.64%
New York Common Retirement1	205,816	212,773	224,011	94.98%	7.00%	7.53%	7.37%	0.16%
Texas Teachers2	184,362	160,233	209,720	76.40%	7.25%	8.50%	9.49%	-0.99%
Florida State Board	168,194	164,300	200,300	82.03%	7.00%	8.69%	8.53%	0.16%
New York State Teachers	121,478	120,587	121,049	99.62%	7.10%	9.60%	7.13%	2.47%
Washington State Investment	119,001	103,970	109,198	95.21%	7.50%		7.88%	
Ohio Public Employees3	108,248	93,970	113,372	82.89%	7.20%	8.56%	8.69%	-0.13%
Minnesota Board of Investment	86,660	69,415	83,566	83.07%	7.50%	9.70%	9.03%	0.67%
∴	∴	∴	∴	∴	∴	∴	∴	∴
Milwaukee Employes3	5,927	5,441	6,745	80.66%	7.50%	8.20%	9.30%	-1.10%
Houston Police	5,615	5,632	6,836	82.38%	7.00%	7.90%	8.50%	-0.60%
Fresno County Employees	5,317	5,226	6,320	82.69%	7.00%	7.20%	8.47%	-1.27%
Kern County Employees	4,903	4,509	7,006	64.36%	7.25%	7.20%	11.26%	-4.06%
San Mateo County Employees	4,864	4,998	5,786	86.39%	6.50%		7.52%	
Vermont State Retirement	4,791	4,852	8,069	60.13%	7.00%	7.20%	11.64%	-4.44%
Montgomery County Employees	4,504	4,393	4,428	99.21%	7.50%	9.20%	7.56%	1.64%
Chicago Municipal Employees3	4,297	3,977	17,847	22.28%	7.00%	7.70%	31.42%	-23.72%
Total (93)		1,708,582	2,199,105	77.69%	7.13%	8.38%	9.17%	-0.79%

Funding ratios of the largest public pension funds (P&I20211115)より作成

米国の公務員年金基金の財政状況を見ると、リストアップされている 93 基金全体で 77.69%の積立水準であり、財政状況は非常に悪い状況であることが分かる。

一方で、前提となる運用利回りは7%台と高い。単純に77.69%の元本で7.13%の予定利率を達成しようとした場合、実際には9.17%の利回りが必要となり ($7.13\% \div 77.69\% = 9.17\%$)、これを達成できなければ単年度の積立不足が発生する。

過去10年間の運用利回りの平均は8.38%と、日本の機関投資家のパフォーマンスに比べ非常に高い結果であったにもかかわらず、年度で9%台の利回りが必要なことから、財政上必要な利回りに対して平均0.79%ほど足りなかったことになる。

20年で積立不足を資産運用のみで解消しようとした場合、毎年プラス1%の上乗せが必要となる ($(1-77.69\%) = (1+R)^{20-1}$ を満たす R は 1.012%である)。

20年間2桁の利回りを達成できなければ積立不足を解消できないような制度運営をしている米国公務員年金基金の資産運用は、日本の企業年金にとって参考となるものではない。

個別に見ると、さらに深刻な公務員年金基金があり、どう対処するのか、できるのか、年金関係者から見ると、信じ難い状況となっている。

図表 5 : 企業年金の財政状況

①米国



The 100 largest U.S. corporate pension plans

Data as of 12/31/2022

Rank	Plan sponsor	Funding ratio	Fair value of plan assets	Benefit obligation	Funded status	Expected long-term rate of return
1	Boeing	90.4%	\$49,825	\$55,117	-\$5,292	6.0%
2	Raytheon Technologies	97.8%	\$47,960	\$49,028	-\$1,068	N/A
3	General Electric	84.0%	\$44,992	\$53,591	-\$8,599	6.0%
4	General Motors	100.2%	\$44,901	\$44,817	\$84	5.4%
5	United Parcel Service	96.7%	\$42,058	\$43,504	-\$1,446	5.9%
6	AT&T	95.4%	\$40,874	\$42,828	-\$1,954	6.8%
7	Ford Motor	100.2%	\$32,922	\$32,867	\$55	6.3%
8	Johnson & Johnson	106.4%	\$31,514	\$29,631	\$1,883	7.3%
9	Northrop Grumman	99.5%	\$28,920	\$29,067	-\$147	7.5%
10	FedEx	90.5%	\$25,970	\$28,702	-\$2,732	6.5%
11	IBM	116.8%	\$25,094	\$21,493	\$3,601	4.3%
12	Lockheed Martin	80.9%	\$23,228	\$28,698	-\$5,470	6.5%
13	Dow	92.9%	\$21,231	\$22,861	-\$1,630	N/A
14	J.P. Morgan Chase	146.8%	\$19,890	\$13,545	\$6,345	3.7%
15	Bank of America	149.0%	\$17,258	\$11,580	\$5,678	5.8%
16	Honeywell International	128.0%	\$17,005	\$13,290	\$3,715	6.4%
17	PG&E	98.6%	\$16,369	\$16,608	-\$239	6.1%
18	Delta Air Lines	99.4%	\$15,721	\$15,811	-\$90	7.0%
19	Consolidated Edison Co. of N	123.7%	\$14,979	\$12,113	\$2,866	7.0%
20	Walt Disney	98.0%	\$14,721	\$15,028	-\$307	7.0%

Pension & Investments より作成

米国企業年金の財政状況を見ると、2022年の金利上昇による債務額の減少により、15年ぶりに積立水準が100%を超えたものの、個別に大手企業の企業年金の財政状況を見ると、未だ積立不足の年金が多くみられる。

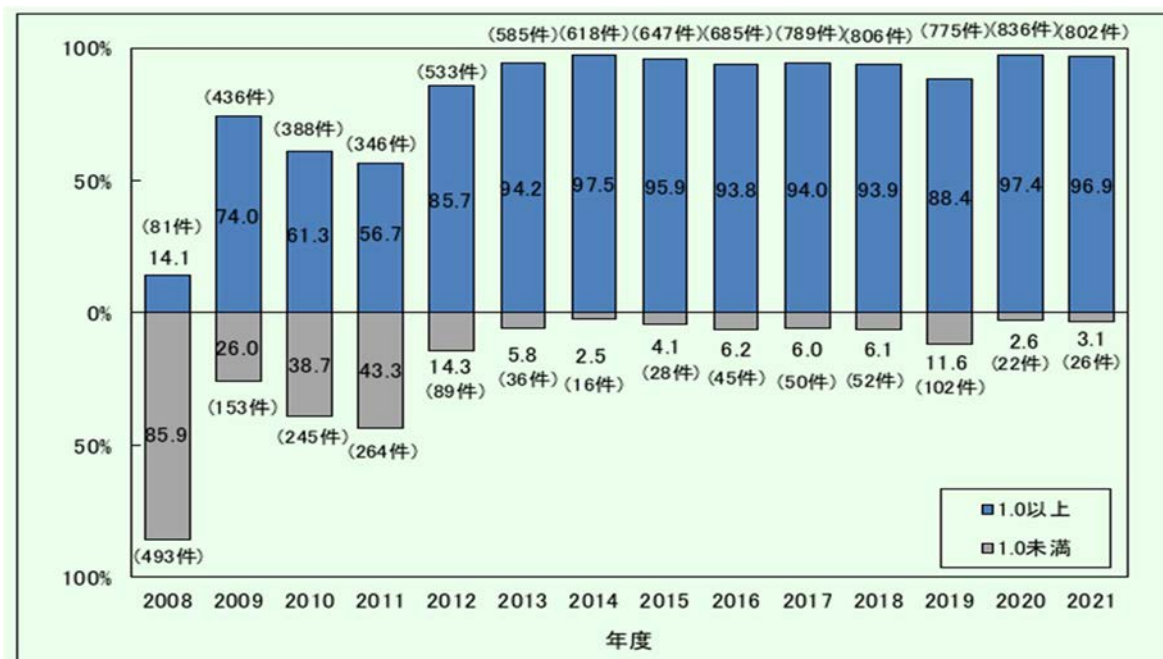
②英国



出所：The Purple Book 2022

「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」年金シニアプラン総合研究機構より

③日本



年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
回答制度 単純平均	0.88	1.07	1.04	1.03	1.11	1.19	1.25	1.21	1.21	1.23	1.23	1.20	1.20	1.21

企業年金実態調査（企業年金連合会）より

英国では、米国ほど悪くないものの概して積立不足の状態が続いていたが、2021年に、11年ぶりに積立水準が100%を超えた。

日本では、2009年から積立剰余の状況が継続されており、足元では約121%の積立水準となっており、それぞれの国における財政基準との比較において、安定的に健全な財政運営を行っている。

図表 6 : 株主の保有比率の国際比較

Insider and Outsider Ownership



Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Office for National Statistics, UK, Historical Annual Tables 2005-2013. Deutsche Bundesbank, Special Statistic Publication 4. Korean Exchange, Annual Report, Park. S. Korean Capitalism.

	Insider ownership	Outsider ownership	Foreign institutional investors	Domestic Institutional investors	Individuals
Japan (1990-92 average)	<u>62.3</u>	37.4	5.7	11.3	20.5
Japan (2010-12 average)	32.4	<u>67.4</u>	27.0	20.1	20.3
US	1.0	<u>98.6</u>	13.3	46.0	39.2
UK	5.2	<u>91.8</u>	46.0	35.4	10.3
Germany	<u>55.8</u>	44.2	18.4	17.2	8.6
Korea	<u>56.1</u>	40.3	34.3	15.8	20.3

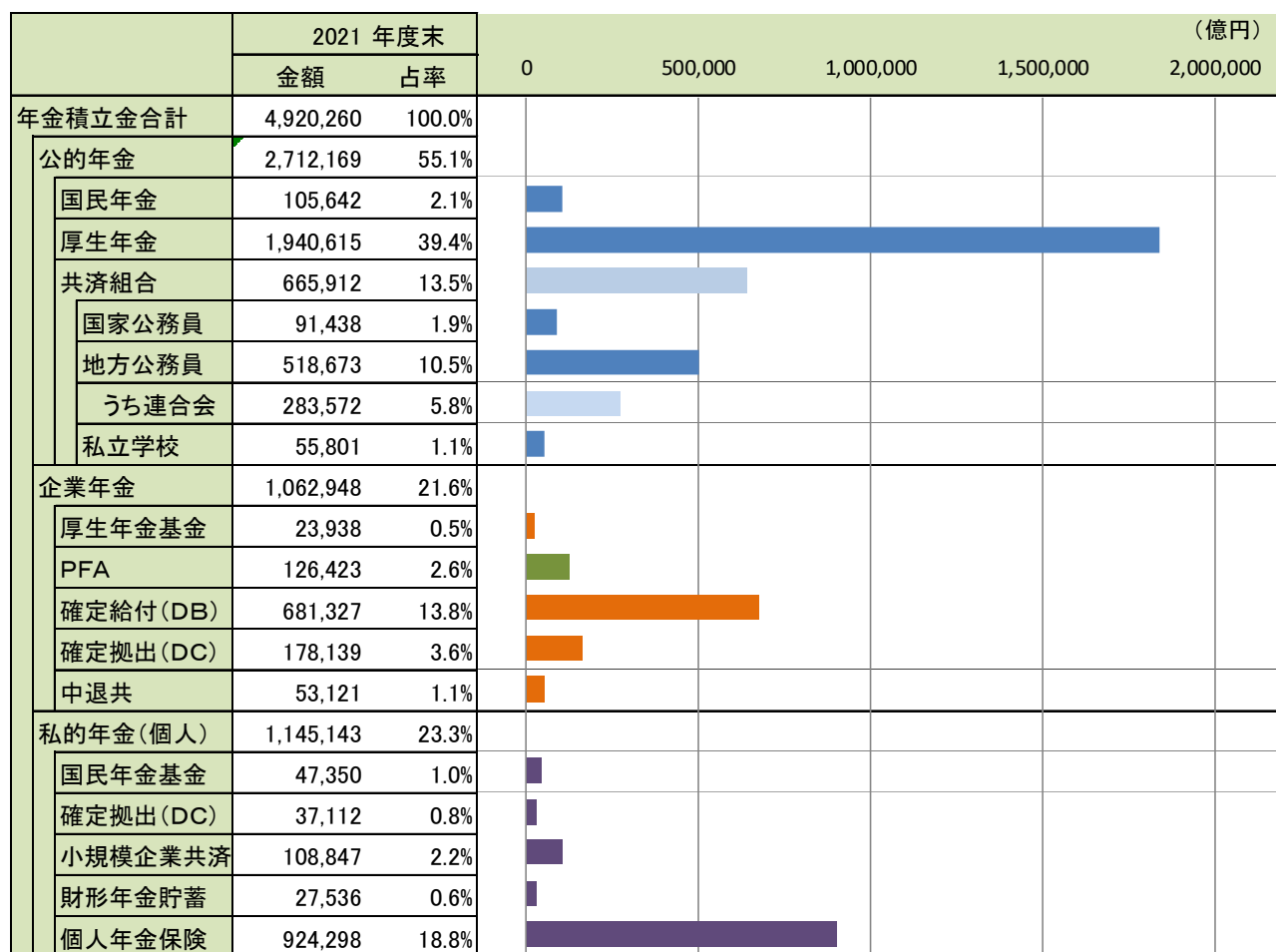
公正な買収の在り方に関する研究会（第1回）資料 経済産業省産業組織課 2022/11/18 より

経済産業省の資料からの抜粋で、株式の保有状況の国際比較を見ると、日本は2010年から2012年の平均で国内機関投資家の割合が20%であるのに対し、米国では46%、英国では35%と日本における機関投資家の保有割合よりはるかに高く、英米での機関投資家の存在感が高いことが分かる。

一方、インサイダーオーナーシップの割合は、日本で32%に対して英米では数%でしかない。ドイツや韓国など日本よりインサイダーオーナーシップの割合が高く、国内機関投資家の割合の低い国があるものの、多くの有識者など関係者の方々は、英米の状況に照らし合わせ、国内の機関投資家も英米並みにその役割を發揮することを期待しているのではないかとと思われる。

しかし、実態は英米とは大きく異なる状況であり、日本における機関投資家のプレゼンスはそれほど大きくないという現実を認識する必要がある。英米と比べ、英米がこうだから日本もこうすべきだといった議論は、実態を反映したものではない。

図表 7 : 退職給付積立金の状況



「野村年金コンサルティング」(2023/3)より作成

国内の退職給付積立金の状況を見ると、合計の積立金は 492 兆円で、そのうち 55%に相当する 271 兆円が公的年金である。公的年金のうち、国の年金特別会計で管理する国民年金と厚生年金の積立金（その多くを年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用）は、41.5%の 204 兆円、共済組合が 13.5%の 67 兆円である。

企業年金は 106 兆円で 21.6%、確定給付企業年金は厚生年金基金と合わせて 70 兆円で 14.4%である。

企業年金より多いのは、私的年金であり 115 兆円で 23.3%。生命保険会社の個人年金保険は、確定給付企業年金を超える 92 兆円と 18.8%を占めている。

このように、国内の退職給付積立金における確定給付企業年金のプレゼンスは 14%程度と決して大きくない。もっと大きく重要なアセットオーナーが他に存在している。特に公的年金のプレゼンスは大きく、アセットオーナーの果たす役割として重要なポジションを占めている。