

「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

(概要資料)

2023年9月29日

インベストメント・チェーン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に

企業年金連合会の取組(提案)

スチュワードシップ活動の実質化

- ・企業年金による協働モニタリングの実施
- ・「企業年金スチュワードシップ推進協議会」設立

国内上場株式市場の1%しか保有していない企業年金による効率的なスチュワードシップ活動の実施

実際にスチュワードシップ活動を実施する企業年金が多数存在(コード受入れ61件)

企業年金の事業運営及び資産運用の支援

- ・受託者責任の更なる普及啓蒙
- ・資産運用専門人材の育成
- ・資産運用に関する情報提供
- ・小規模企業年金の効率的運営・運用
総合型基金及び共同運用事業の活用
- ・確定拠出年金に対する支援

企業年金のあり方、これまでの取組みと現状

確定給付企業年金の資産運用

海外企業年金との比較において遜色ない

- ・デ・リスキング：財政基準、退職給付会計 等
安全かつ効率的な運用を实践

小規模な企業年金での合同運用スキームの活用

企業年金のガバナンスと体制

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、資産運用の体制は整備されている

顧客本位の業務運営の確保

企業年金における受託者責任の定着

最善の利益＝約束した年金の確実な支払い

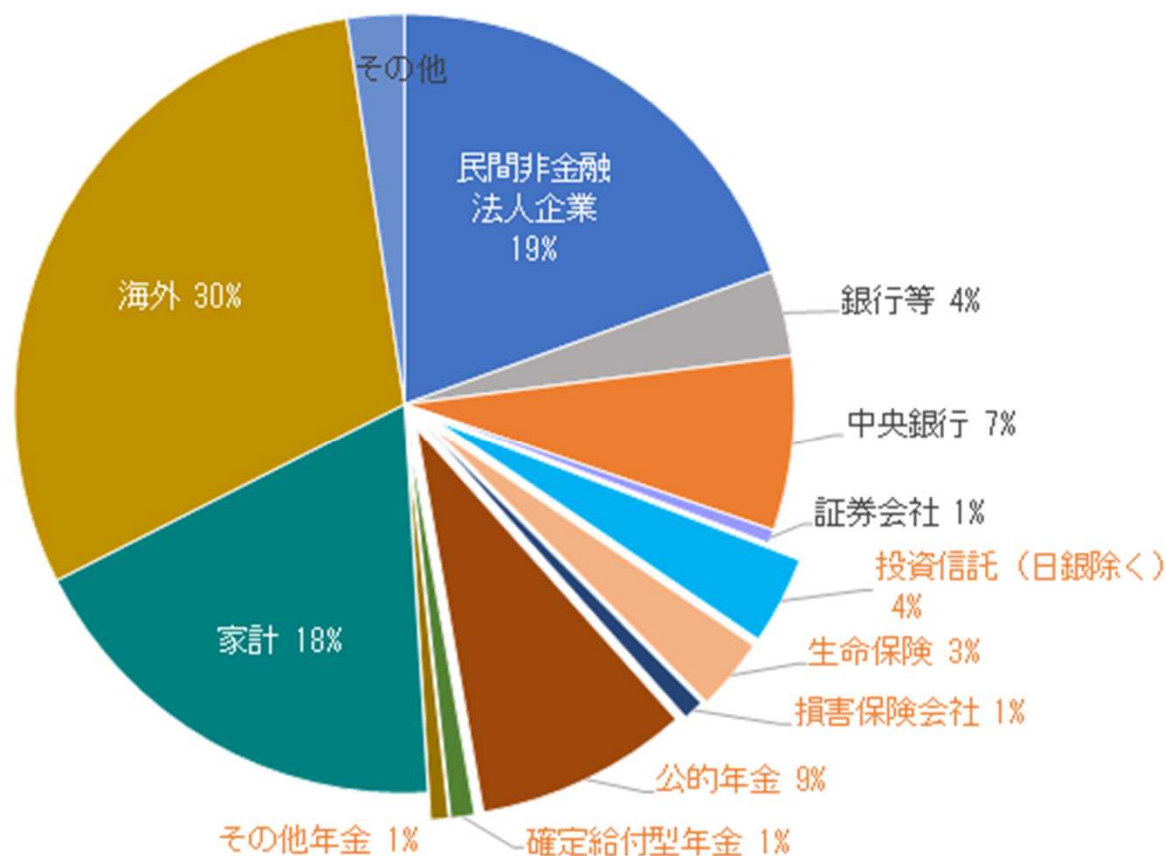
- ・ALM分析による政策アセットミックスに基づく運用
運用受託機関による顧客本位の業務運営の徹底
- 確定拠出型企業年金における受託者責任

スチュワードシップ活動の実質化

- ・スチュワードシップ・コードの適用範囲拡大
- ・パッシブ運用のスチュワードシップ活動

企業年金によるスチュワードシップ活動の状況

- ・機関投資家の株式保有割合は低く、コーポレートガバナンス・コードと車の両輪とはなっていない
- ・株式市場において小さな存在の企業年金には、残念ながら期待されるような影響力はない
- ・委託先のほぼ全ての運用受託機関がスチュワードシップ・コードを受け入れて活動を行っている
- ・それでも61の企業年金がコードを受け入れ、多くの企業年金が実質的にスチュワードシップ活動を実施している



- スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家による国内上場株式の保有割合は、18%ではない
- 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、甚だ力不足の状況
- 確定給付企業年金による保有割合は1%と小さな存在であり、残念ながら期待されるほどの影響力は無い
- 委託先の運用受託機関は、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
- それでも61の企業年金がコードを受け入れており、企業年金の関心は決して低くはない
- コードを受け入れてはいないものの、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を実施している企業年金が多数存在する

企業年金連合会による新たな取組の提案

・協働モニタリング

運用受託機関のスチ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

・企業年金スチュワードシップ推進協議会の設置

目的: 協働モニタリングの継続的かつ実質的な取組
スチュワードシップ・コードの受け入れ

協働モニタリング

国内株式市場におけるプレゼンが小さな企業年金が、
一対一で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

各企業年金が協働してモニタリング活動を実施

想定される具体的な取組事例

- ・アンケート形式による共通項目の協働調査
- ・運用受託機関のスチ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
- ・運用受託機関のスチ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

企業年金スチュワードシップ推進協議会

企業年金スチュワードシップ推進協議会の設置

- ・協働モニタリングの継続的かつ実質的な取組の推進
- ・協議会としてスチュワードシップ・コードを受け入れ

組織形態案(今後検討)

- ・法人格のない社団
- ・事務局: 企業年金連合会
- ・参加する企業年金のコスト負担や事務負担は無い
- ・既にスチュワードシップ・コードを受け入れている企業年金も参加可能に

企業年金連合会による支援事業

受託者責任の更なる普及啓蒙

- 「**受託者責任ハンドブック**」による普及啓蒙活動
- ・必要な見直しや改訂
 - ・幅広い活用のための周知
 - ・動画配信、研修やセミナーでの啓蒙活動
 - ・参加型の啓蒙活動(取組事例紹介や課題議論)

資産運用(人材の育成、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
- ・**相談**対応、コンサルティング、助言
- ・運用受託機関の資産運用状況等の提供
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
- ・企業年金実態調査の実施

小規模企業年金の効率的運営・運用

- 総合型基金**への加入促進
- ・総合型企業年金の活用と周知
- 共同運用事業**の普及啓蒙
- ・事業の周知と加入促進

確定拠出年金に対する支援

- 受託者責任とガバナンスの強化**
- ・各種ハンドブックの周知と活用、普及啓蒙
 - ・意見交換会、セミナー、研修の実施
- 投資教育活動の推進**
- ・継続投資教育(投資教育サービス)の活用、普及啓蒙(eラーニング、ライブ配信セミナー、訪問セミナー等)
 - ・iDeCo加入者向け継続投資教育活動に実施(eラーニング、ライブ配信セミナー等)



支援事業の推進:企業年金連合会の会員獲得、私的年金制度普及事業の拡大

- ・世界的にデ・リスキングが進むなか、日本の企業年金の運営・運用は見劣りするものではない
- ・企業年金の運営・運用に係るガバナンス体制は整備され、受託者責任に基づく運用がなされている
- ・顧客等の最善の利益 = 最終受益者の利益を最大化 = 加入者・受給者への確実な年金給付
- ・コーポレートガバナンス・コードと車の両輪になっていないなかでのスチュワードシップ活動の実質化のあり方

確定給付企業年金の資産運用

- ・企業年金のデ・リスキング(リスク軽減)
各国で受給権保護を重視した財政基準の厳格化や退職給付会計の導入などを背景に、リスクを抑えた似たような運用となっている
- ・安全かつ効率的な運用を実践
- ・小規模な企業年金での合同運用スキームの活用

企業年金のガバナンスと体制

- ・労使合意による意思決定
- ・監事監査、AUP、行政監査、母体企業の内部統制
- ・財政検証、財政再計算
- ・運用執行理事、運用の基本方針策定、資産運用委員会設置、コンサルタントの利用等
- ・複雑なトレードオフ問題を労使合意で決定
- ・企業年金における専門性
運用受託機関の専門性とは異なる

顧客本位の業務運営の確保

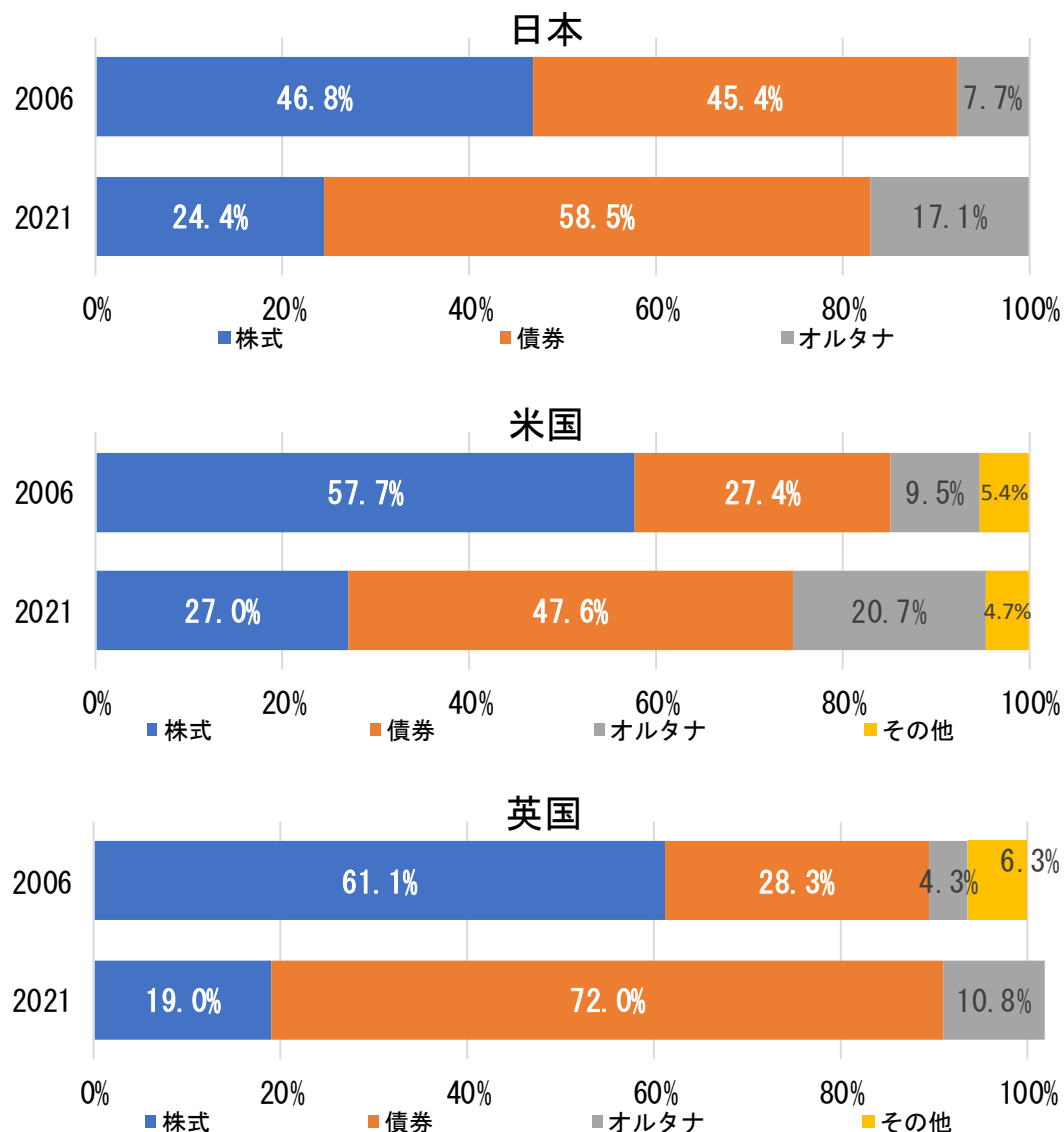
- 企業年金における受託者責任の定着
- ・資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン
 - ・受託者責任ハンドブック
- 最善の利益=約束した年金を確実に支払い続けること
- ・ALM分析による政策アセットミックスに基づく運用
- 運用受託機関による顧客本位の業務運営の徹底
- 確定拠出型企業年金における受託者責任

スチュワードシップ活動の実質化

- ・スチュワードシップ・コードの適用範囲拡大
コードの対象となる機関投資家の株式保有割合は18%でしかない(CGコードと車の両輪になっていない)
経済全体の成長が目的=全株式保有者に共通の目的
- パッシブ運用のスチュワードシップ活動
コスト負担とリターン拡大のエビデンス

企業年金の国際比較

- ・日英米いずれの国もリスク資産の割合が低下(株式が減少し債券が増加)
- ・共通する背景として、財政基準の厳格化、退職給付会計の導入、成熟度の高まり、ボラティルな投資環境等



- 2000年代前半までは株式60%が欧米における企業年金の典型的なポートフォリオ
- 世界金融危機後、いずれの国においても株式の割合は低下し債券の割合が上昇
- 各国でリスク資産が低下した背景として、年金の財政基準の厳格化、国際会計基準への統合に伴う退職給付債務の認識、成熟度の高まり、長寿化、金利低下による年金債務の増加、金融市場のボラティリティの上昇などがある
- 母体企業は、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(LDI、債券運用中心)、年金バイアウトによる企業のバランスシートからの切り離し、など各国ともデリスキングを進めている
- 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も、高度化していないわけではない

米国公務員年金基金の財政状況

- ・株式の割合が高くオルタナティブ投資を含めリスク資産中心の運用を行っている
- ・積立水準は70%台と不健全な財政運営が続いている
- ・日本の企業年金にとって参考となるような健全な年金運営は行われていない

Fund	積立水準	予定利率	10年平均リターン	実質必要利回り	超過リターン(10年)
CalPERS	70.18%	7.00%	8.50%	9.97%	-1.47%
CalSTRS	65.98%	7.00%	9.31%	10.61%	-1.30%
New York City Retirement	71.47%	7.00%	9.15%	9.79%	-0.64%
New York Common Retirement1	94.98%	7.00%	7.53%	7.37%	0.16%
Texas Teachers2	76.40%	7.25%	8.50%	9.49%	-0.99%
Florida State Board	82.03%	7.00%	8.69%	8.53%	0.16%
New York State Teachers	99.62%	7.10%	9.60%	7.13%	2.47%
Washington State Investment	95.21%	7.50%		7.88%	
Ohio Public Employees3	82.89%	7.20%	8.56%	8.69%	-0.13%
Minnesota Board of Investment	83.07%	7.50%	9.70%	9.03%	0.67%
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
Milwaukee Employes3	80.66%	7.50%	8.20%	9.30%	-1.10%
Houston Police	82.38%	7.00%	7.90%	8.50%	-0.60%
Fresno County Employees	82.69%	7.00%	7.20%	8.47%	-1.27%
Kern County Employees	64.36%	7.25%	7.20%	11.26%	-4.06%
San Mateo County Employees	86.39%	6.50%		7.52%	
Vermont State Retirement	60.13%	7.00%	7.20%	11.64%	-4.44%
Montgomery County Employees	99.21%	7.50%	9.20%	7.56%	1.64%
Chicago Municipal Employees3	22.28%	7.00%	7.70%	31.42%	-23.72%
Total (93)	77.69%	7.13%	8.38%	9.17%	-0.79%

○米国の公務員年金基金は、積立水準が77.69%と**財政状況は極めて悪い**

○予定利率は7%台と高く、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、9.17%の利回りが必要

○過去10年間の運用利回りの平均は8.38%と高いが、9%台の利回りが必要なことから、財政上必要な利回りに達していない

○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1%の上乗せが必要

○掛金の増加は国民負担となるため、予定利率は高く、追加の掛金も入れられない

○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、日本の企業年金の参考(見本)にはならない**

企業年金のガバナンス体制

・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、資産運用の体制は整備されている

<p>意思決定</p>	<p>基金型：労使半数による、理事会、代議員会での議決 規約型：労働組合等の同意を得て事業主が決定</p>
<p>監査</p>	<p>基金型：監事監査 総合型基金：会計士等による「合意された手続業務(AUP)」(純資産20億以上) 上場企業：母体企業の内部統制の対象(内部統制報告制度(J-SOX法)) 行政監査</p>
<p>年金財政</p>	<p>毎事業年度末：継続基準及び非継続基準による財政検証 財政再計算：少なくとも5年ごとに基礎率の検証と必要に応じた掛金見直し</p>
<p>資産運用</p> <p>受託保証型確定給付 企業年金除く。</p>	<p>基金型：運用執行理事の設置 (政策的資産構成割合に関する知識・経験を有する者の設置に努める) 運用の基本方針策定義務 政策的資産構成割合の策定義務 資産運用委員会の設置義務(資産残高100億円以上)</p>

- ・企業年金における受託者責任は、関係者による調査・研究に加えガイドラインやハンドブックにより関係者に定着

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

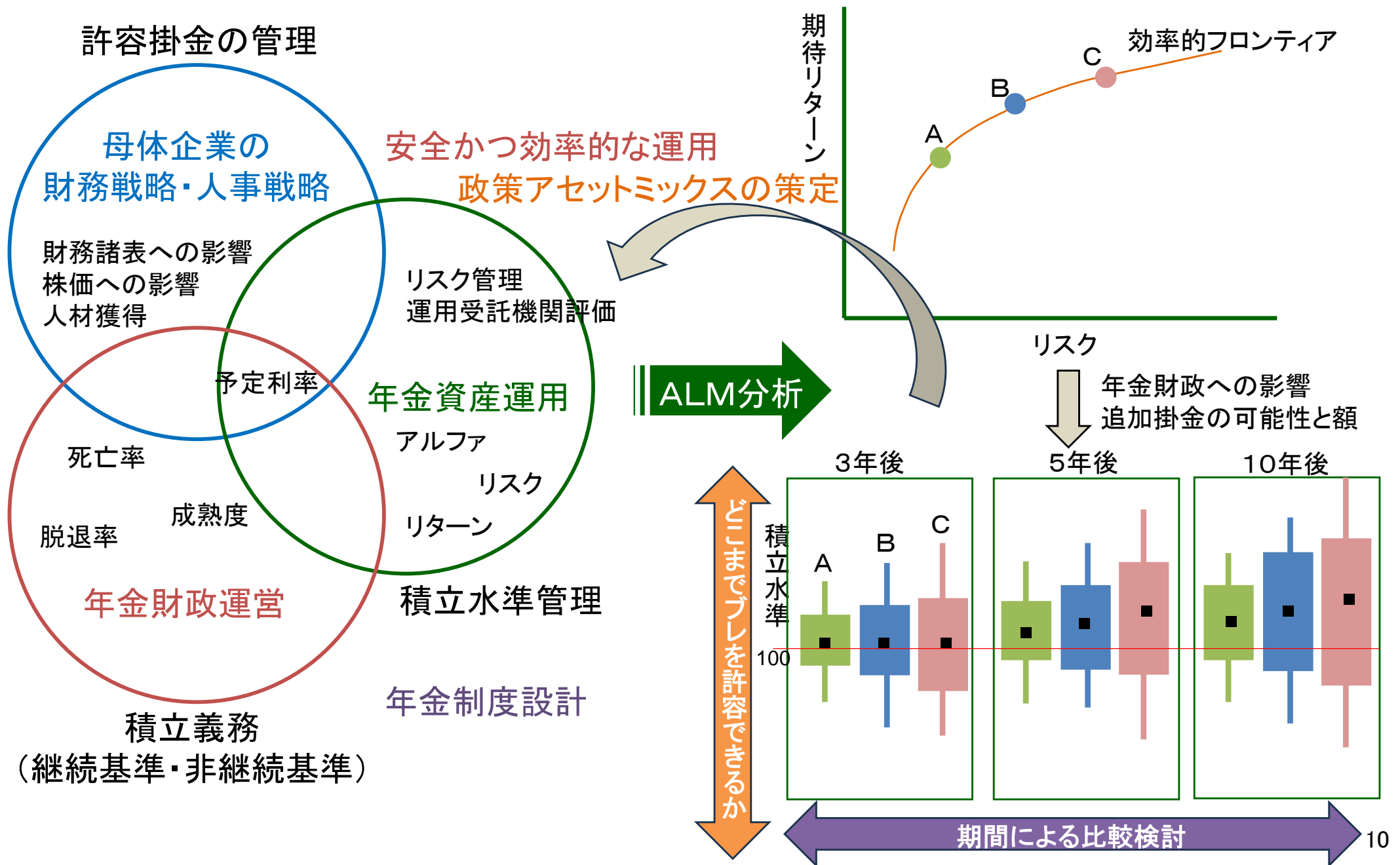
- ・資産運用関係者の責任意識の醸成及び自主性の涵養を図ることにより、安全かつ効率的な資産運用を促進し、もって加入者等の受給権の保護を図ることを目的とする
- ・現行の法的枠組みを前提に資産運用を安全かつ効率的に行うためのルールをできる限り網羅的、体系的に整理したもの
- ・英米における「受託者責任」に関するルールのように、資産運用関係者の役割及び責任を明確化、具体化したルールの確立を図る
- ・エリサ法等英米の法制度の考え方や精神をできる限り参考とし、現行法における「善管注意義務」や「忠実義務」の概念を、管理運用業務を行う場面を想定し、具体的な行動指針として記述
- ・管理運用業務について、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。
- ・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。

受託者責任ハンドブック

企業年金連合会

ガイドラインの趣旨やポイントを説明するとともに、事例について、判例の積み重ねに期待することが難しいので、通常の管理運用業務で考えられる「想定事例」をまとめたハンドブックを作成。留意すべき点、意思決定の内容または確認内容が全体として整合的になっているかを一覧できるチェックリストを用意。

様々なトレードオフ問題:ALM分析に基づく年金資産運用



小規模な企業年金のための合同運用スキーム

- ・小規模な企業年金であっても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。
- ・複数の事業所が共同して運営する総合型企業年金基金や、企業年金連合会による共同運用事業もある。

業態	合同運用スキーム
信託銀行	年金投資基金信託(年投口)、信託受益権、特定目的信託
生命保険会社	一般勘定 第一特約(特別勘定)
投資顧問会社	投資信託、私募投資信託
ファンド	投資事業有限責任組合(LPS) 有限責任事業組合(LLP) 特別目的会社(SPC) 投資法人(REITなど会社型投資信託)

○総合型企業年金基金

- ・複数の企業が共同して実施する確定給付企業年金制度で、中小企業でも参加しやすい

○共同運用事業(企業年金連合会)

- ・企業年金連合会の年金資産の一部と企業年金の拠出金を合算して効率的に運用

公的年金の役割は大きい

- ・国内の退職給付積立金492兆円の55% (271兆円)が公的年金の積立金
- ・確定給付企業年金は70兆円と、国内の退職給付積立金に占める割合は14%に過ぎず、大きな存在ではない

	2021 年度末		(億円)				
	金額	占率	0	500,000	1,000,000	1,500,000	2,000,000
年金積立金合計	4,920,260	100.0%					
公的年金	2,712,169	55.1%					
国民年金	105,642	2.1%					
厚生年金	1,940,615	39.4%					
共済組合	665,912	13.5%					
国家公務員	91,438	1.9%					
地方公務員	518,673	10.5%					
うち連合会	283,572	5.8%					
私立学校	55,801	1.1%					
企業年金	1,062,948	21.6%					
厚生年金基金	23,938	0.5%					
PFA	126,423	2.6%					
確定給付(DB)	681,327	13.8%					
確定拠出(DC)	178,139	3.6%					
中退共	53,121	1.1%					
私的年金(個人)	1,145,143	23.3%					
国民年金基金	47,350	1.0%					
確定拠出(DC)	37,112	0.8%					
小規模企業共済	108,847	2.2%					
財形年金貯蓄	27,536	0.6%					
個人年金保険	924,298	18.8%					

- 公的年金の積立金は271兆円と巨額で、国内の退職給付積立金の55%占めている
- 国民年金と厚生年金(主に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が運用)が合計で204兆円、共済組合が67兆円
- 確定給付企業年金は70兆円の資産を保有しているが、国内の退職給付積立金に占める割合は14%に過ぎず、大きな存在ではない
- 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。
- 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。