

企業年金を取り巻く状況に関する調査

最終報告書

ボストン・コンサルティング・グループ合同会社

令和4年3月

目次

1.	<u>本調査の背景と目的</u>	<u>2</u>
2.	<u>企業年金を取り巻く状況の全体像整理</u>	<u>3</u>
(1)	現状分析・課題抽出のアプローチ	3
(2)	日本の企業年金制度に関する課題領域	4
(3)	課題抽出にあたっての留意点	5
3.	<u>各課題領域の概要</u>	<u>6</u>
4.	<u>課題解決に向けた取り組み方向性</u>	<u>13</u>
(1)	目指す好循環のメカニズム	13
(2)	実現に向けた提案	14

1. 本調査の背景・目的

我が国の確定給付型企业年金制度(DB: Defined Benefit)には、加入者として約900万人おり、老後の福利厚生、年金制度の持続性に果たす役割は大きい。また、それ以外にも、企業、株主、社会など多様なステークホルダーが存在し、それぞれの立場からの企業年金の運用・運営に対する期待が存在している。例えば、年金資産の運用状況の企業業績に与える影響は大きく、企業・株主にとっても重要な存在となっている。加えて、我が国のインベストメント・チェーンにおいても、アセットオーナーの主要な一角として大きな影響力を有している。

一方、運用面においては、一部のステークホルダーから、画一的・保守的な資産配分方針や取引慣行、固定的な委託構造などに関する課題認識が聞かれる。欧米先進国では企業年金の運用戦略・運用手法の進化・高度化に寄与するサービスの多様化、充実が進んでおり、資産運用業界の成長、国際化に繋がるなど資産運用エコシステムの発展の起点となっている例も見られる。

本調査は、主として海外の制度・運用との比較分析を通じて、我が国の企業年金を取り巻く状況と課題を整理し、企業年金制度のあり方および、資産運用業等の周辺業界との連携に関する示唆の導出に活用することを目的とする。

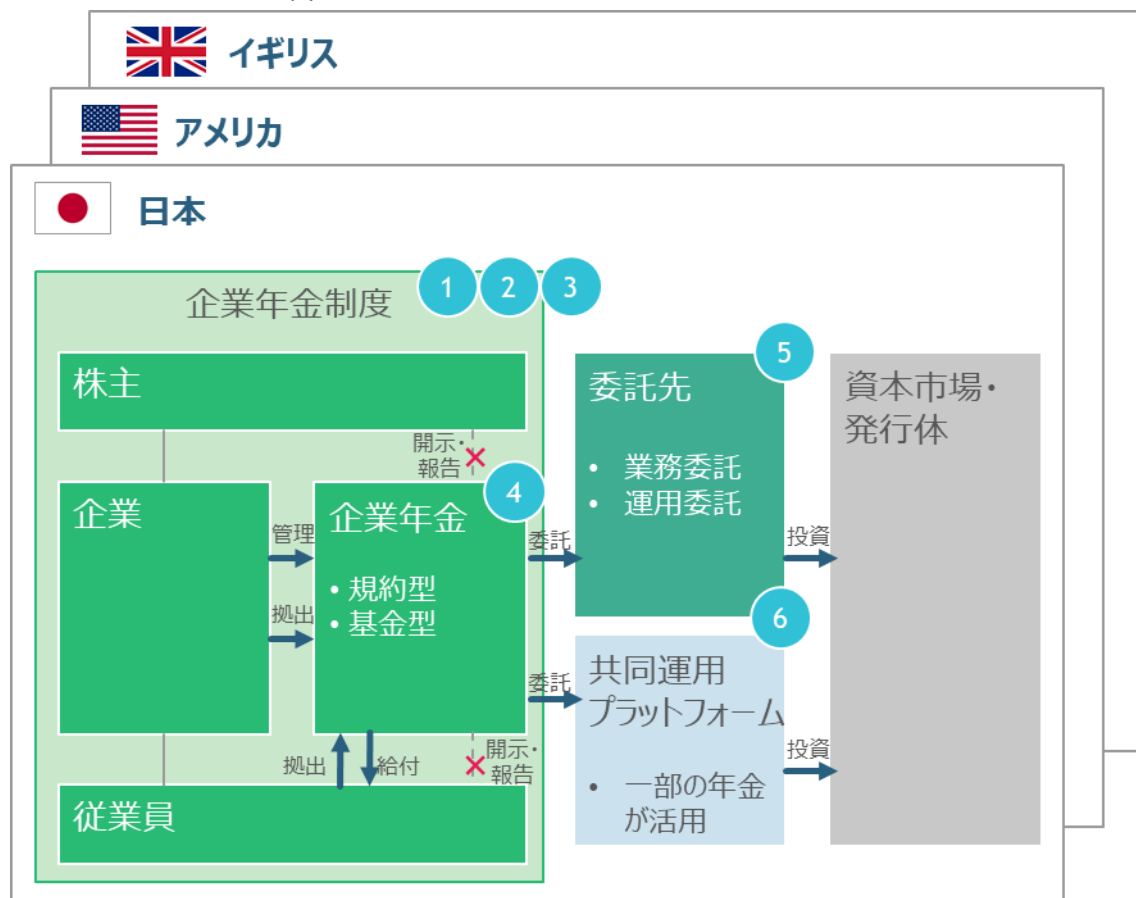
尚、本調査は、確定給付型の企業年金制度を対象としており、本報告書において特段の断りがない限りは、同制度を前提とした論考であるという点に注意されたい。

2. 企業年金を取り巻く状況の全体像整理

(1) 現状分析・課題抽出のアプローチ

本調査では、【図表 1】に示すフレームワークに基づき、海外の年金制度・年金基金との比較分析を実施した。日本、アメリカ、イギリスの3カ国の企業年金制度を俯瞰的に捉え、各国制度の歴史的背景や前提の違いも考慮しながら、我が国の企業年金の制度面・運用面に関する課題抽出を行った。

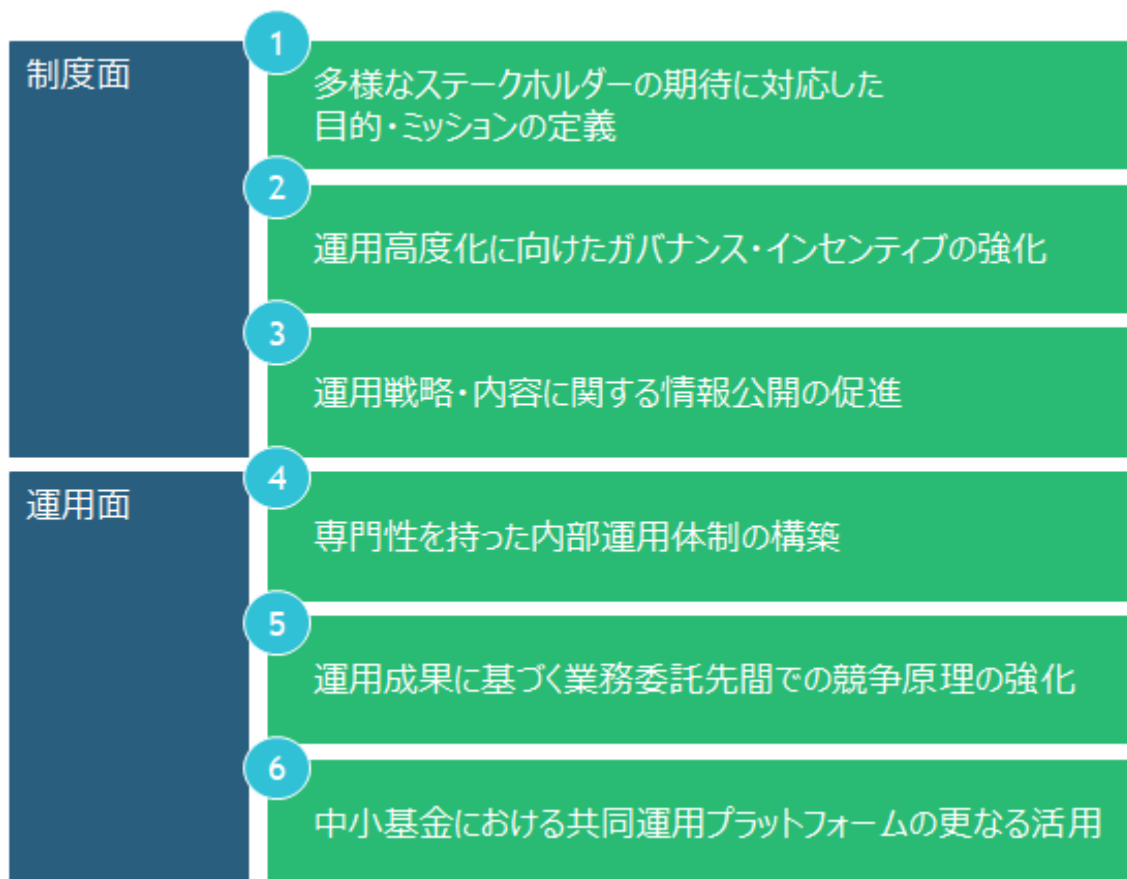
【図表 1】現状分析・課題抽出のアプローチ



(2) 抽出された課題領域

前述のアプローチに基づき、制度面・運用面において、我が国の企業年金制度の進化・高度化につながる 6 つの課題領域を【図表 2】に示す。各課題領域の具体的な内容については、第 2 章において説明する。

【図表 2】抽出された主な課題領域



(3) 課題抽出にあたっての留意点

前述した課題領域については、企業年金関係者の間でも様々な声が存在している。とりわけ、現行制度に対する問題意識は、給付を"守る"のか"最大化する"のかの立ち位置によって大きく異なっており、注意が必要である。

例えば、多くの企業年金で積立剰余が生じている足下の状況について、リスク量は増やさずに給付の安全性を担保すれば十分という考え方がある。一方で、本来は掛金の減額等も含めて、運用の在り方を再構成すべき、という声も存在している。

また、運用体制についても、内部に専門家がいなくてもできるスキームの方が制度全体としては効率性が高いとの意見があるのに対し、運用の質を高めるために高度な専門性を持った運用人材を配置すべき、との問題意識も聞かれる。

これらの課題に対する社会的な共通認識を醸成していくことも、企業年金制度の変革を進めていく上で、重要な要素であるとする。

【図表 3】抽出された課題領域に対する企業年金関係者の声

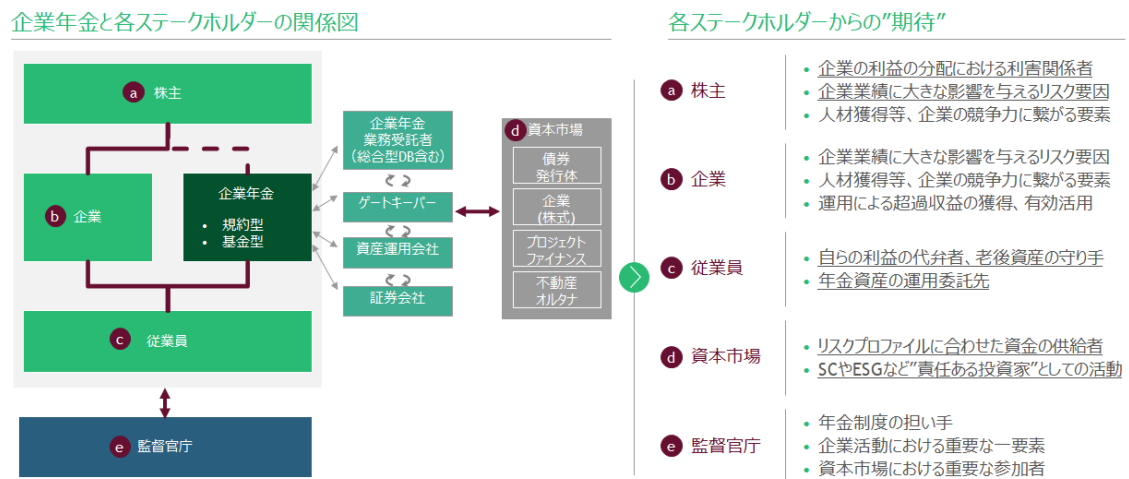
企業年金に関する課題領域(抜粋)	 安定給付：“給付を守る”	 運用高度化：“給付の最大化”
1 多様なステークホルダーの期待に対応した目的・ミッションの定義	企業が年金を持っているのは、従業員に豊かな老後を過ごしてもらうため。そもそも日本のDBは世界でも最も健全性が高く、過去の危機も労使合意で乗り越えてきた	公的年金、社会保障、母体企業の業種・状況・期待を踏まえて「企業年金の目的・ミッション」を明確化することが重要だが、それができる企業年金がなかなかいない
2 運用高度化に向けたガバナンス・インセンティブの強化	年金運用は「従業員のために」という思いでやっている剰余が出てくればリスク許容度が高まるという考え方もあるが、負債から見ると剰余部分はレバレッジがかかったのと同じ状況であるため、安全性に鑑みるとリスク量を増やさない方針が妥当	日本では、ステークホルダーからのプレッシャーが少ない。海外では、株主はコスト削減の観点から積立剰余があれば掛金の減額を求めることが多い他、労働組合側も拠出資金が適切に運用されているかを見ており、掛金の減額や給付の増額を要求する選択肢もある
4 専門性を持った内部運用体制の構築	金融の専門性がない会社でも年金を持つので、専門家がいなくてもできるように委託して、プロが合理的・効率的に業務を代行して行うというのがベースにある	企業年金に高度な運用をできる人材が配置されておらず、企業側もそれでよしとしている。信託銀行や生保はそれぞれによって困ることがないので、業界として“調和”している状態
6 中小基金における共同運用プラットフォームの更なる活用	企業年金は、運用ですべて解決するものではなく、労使合意のもとに掛け金という調整弁がある。共同運用はあくまで選択肢の一つ	総合型は一定活用が進んでいる。吸収合併や共同運用事業等、中小規模の年金基金のケイパビリティ不足に対応する仕組みはあるが、信託銀行や生保の抵抗などもあって進みづらい

3. 抽出された各課題領域の概要

① 多様なステークホルダーの期待に対応した目的・ミッションの定義

我が国においては、多くの企業年金で、安定給付を最大・唯一のミッションとしている。一方、海外においては、年金基金は幅広いステークホルダーが期待する役割を担う存在となっている。【図表 4】に示す通り、株主にとっての企業年金は、利益分配における利害関係者であり、企業業績の影響因子として年金財務を注視している。また、資本市場においては、責任ある投資家としての役割も強く意識されている。

【図表 4】 企業年金とステークホルダーとの関係性

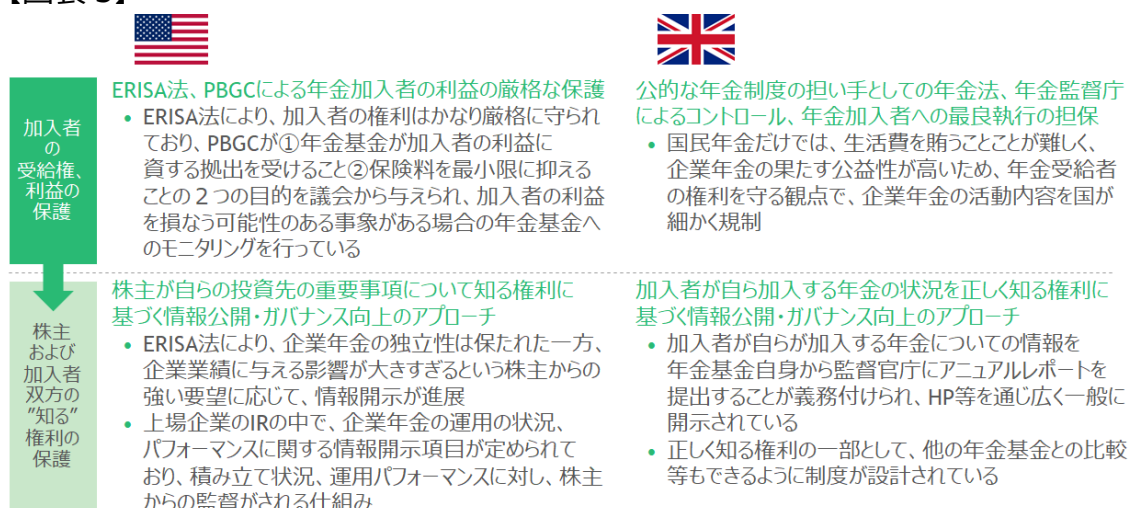


また、【図表 5】に示すように、アメリカ、イギリスにおいては、企業年金が果たす役割の大きさに鑑みて、受給者の利益が法令上厳格に保護されており、そのことが株主や従業員の「知る権利」を始めとするアクションの強化につながっている面も大きい。

アメリカにおいては、ERISA 法によって加入者の権利が厳格に守られており、政府系の機関である PBGC(Pension Benefit Guarantee Corporation)が、①年金基金が加入者の利益に資する拠出を受けること、②保険料を最小限に抑えること、の 2 つのミッションを議会から与えられ、各年金基金のモニタリングを行っている。PBGC は、積立不足に陥った年金基金の母体企業に対して掛金の追加拠出を求めることができるため、年金財務や運用パフォーマンスが企業業績の重要な影響因子となっている。株主からの要請に応じて開示内容も充実している。

イギリスにおいては、国民年金だけでは生活費を賄うことが難しく、公的な年金制度の担い手として、国が企業年金の活動内容を細かく規制している。加入者は、年金基金が監督官庁に提出するアニュアルレポートを、ホームページ等を通じて閲覧することができ、他の年金基金との比較もしやすいように制度が設計されている。

【図表 5】



これらステークホルダー間の相互作用(ダイナミクス)によって、海外の企業年金は様々なステークホルダーの期待に対応した目的・ミッションを掲げることが求められており、「マルチステークホルダー主義」であることが特徴である。

② 運用高度化に向けたガバナンス・インセンティブの強化

海外の企業年金においては、より高度な運用を行い、高い運用成果を上げることに対する外部からの監視および内部的なインセンティブが存在している。前述の通り、アメリカでは、政府機関である PBGC が企業年金のモニタリングを実施し、企業年金にとっては、より低い掛金で効率的な運用を行うことのインセンティブにつながっている。

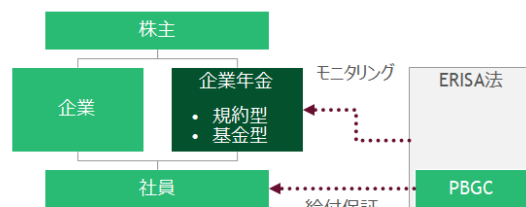
【図表 6】アメリカ PBGC(Pension Benefit Guaranty Corporation)の概要

PBGCの概要



目的・ミッション：	- 年金基金が加入者の利益に資する拠出を受けること - 保険料を最小限に抑えること
設立：	1974年9月2日
主な業務内容：	- 確定給付型企業年金の受給者への支払保証 - 確定給付型企業年金へのモニタリング

PBGCによる各企業年金のモニタリング



- PBGCが、積立不足を伴う企業年金が終了された場合に積立不足を一定限度まで母体企業に代わって給付保証するため、母体企業の企業年金政策に対して強制的な資金拠出を含めたモニタリングを実施
- 企業年金は、毎年の財政報告に加えて、支給に影響を与える可能性のある事象については全てPBGCに詳細な報告をする必要

PBGC は、企業年金の解散時に受給者に対して一定限度まで給付保証を行う一方で、支給に影響を与える可能性のある事象について企業年金から詳細な報告を求めており、積立不足となった企業年金の母体企業に対して強制的な追加拠出を命令することができる。実際、運用に失敗した企業に強制拠出を命令することが行われた結果、企業の財務部門責任者、監査法人、株主等が企業年金や運用委託先に対してベストなパフォーマンスを求めるようになり、企業年金や運用受託者に対するガバナンス、運用担当者へのインセンティブが適正化につながっている。

Date of Agreement	Corporate Parent	Affected Participants
08/2018	Sears Holdings Corp Modification: PBGC and Sears Holdings Corporation (Sears) reached a new agreement that provides \$32 million in additional funding for Sears's two pension plans in exchange for the release of certain liens against real property granted in 3/2017. In 3/2017, PBGC and Sears reached an agreement to accommodate the sale of the Craftsman Brand, which provided, in addition to other consideration, liens through 12/31/2019 on certain real property for the benefit of the plans. We have now monetized this lien position for the benefit of the plans. Upon receipt of payment, PBGC released its liens. The plan funding provided by this agreement is in addition to earlier pension plan funding obtained from real estate assets announced in 11/2017. The non-real estate and non-Craftsman related pension protections in the original 3/2016 agreement are unaffected by this new agreement.	93,380
12/2016	SUPERVALU, Inc. Brief description: PBGC and SUPERVALU Inc. (SVU) reached an agreement in which SVU agreed to additional pension contributions to the company's pension plan, which covers more than 42,000 people.	42,555
06/2016	Alcoa Inc. Brief description: PBGC and Alcoa, Inc. reached an agreement in which Alcoa, Inc. agreed to provide an additional \$150 million contribution to the company's two largest pension plans, which cover more than 83,000 people. The additional contributions are in the form of three payments of \$50 million each over a 30-month period and contributed to the Arconic pension plans.	83,447

③ 運用戦略・運用成果に関する情報公開の促進

我が国の年金基金も一定の開示・報告は行っているが、企業年金に関する情報開示項目が財務情報中心となっており、運用戦略・運用体制に関する情報公開が不足している傾向が見られる。一方、欧米では、各年金基金の運用戦略・運用体制は、IR や基金のアンニュアルレポートで詳細に開示されている。

アメリカでは、企業年金が労働省に提出する年次報告書が労働省のホームページで広く一般に公開されており、年金資産・債務等の財務情報に加えて、運用方針・戦略的資産配分、投資資産の内訳、金融サービス事業者の一覧等、運用戦略に関する内容がより詳細に公開されている。また、イギリスにおいても、企業年金が年金監督庁に提出する年次報告書は広く一般に開示されており、アメリカと同様に、運用戦略や運用体制に関するより詳細な開示が見られる。企業年金に関する情報公開ルールの比較表を【図表 7】に示す。

【図表 7】 企業年金に関する情報公開ルールの比較

		米国 	英国 	日本 
対象 内容	母体企業のIR	母体企業が上場している場合、ホームページ等で広く一般に公開されている	母体企業が上場している場合、ホームページ等で広く一般に公開されている	母体企業が上場している場合、ホームページ等で広く一般に公開されている
	企業年金自身による開示	企業年金基金が労働省に提出する年次報告書が労働省のホームページで広く一般に公開されている	企業年金基金が年金監督庁に提出する年次報告書が企業年金のホームページで広く一般に公開されている	企業年金基金が毎年厚生省に提出する業務報告書の内容は、一部基金等を除き、厚生省・企業年金のホームページのいずれにおいても公開されていない
	財務内容	年金資産・債務等の年金財務に係る基本的内容が母体企業のIR、年金基金の開示で公開されている	年金資産・債務等の年金財務に係る基本的内容が母体企業のIR、年金基金の開示で公開されている	年金資産・債務等の年金財務に係る基本的内容が母体企業のIRで公開されている
	運用戦略	運用方針・戦略的資産配分といった運用戦略の根拠を示す内容が公開されている	運用方針・戦略的資産配分といった運用戦略の具体と、根拠を示す内容が公開されている	運用戦略に係る情報公開はされていない、またはリスク管理、分散投資等の一般的な大方針レベルにとどまることが多い
	その他運用の質を示す内容	銘柄も含めた投資資産の内容や金融サービス事業者の一覧等、運用の質を示す内容が公開されている	役員の職歴や金融サービス事業者の一覧等、運用の質を示す内容が公開されている	米英に見られるようなその他運用の質に係る情報公開はされていない場合が多い

④ 専門性を持った内部運用体制の構築

我が国においては、運用に関する専門性を備えた人材を配置することに対する企業・基金の意識が低く、必要十分な経験・素養を持った人材に対して競争力のある処遇条件も出せていないケースが多い。年金運用の担当者も、為替ヘッジ、債券発行、資金繰り等の企業財務の経験はあっても、長期運用の経験はない人材が配置されているケースが殆どである。

一方、欧米の年金基金はプロ投資家であるため、運用担当者には、プロとしての運用判断、説明責任が求められ、そのことが運用力向上につながっている。

アメリカにおいては、PBGCのモニタリングにより、高い利回りの実現、高度な運用を実質的に求められることに加えて、総資産 5 百万ドル以上の企業年金は自衛力認定投資家に区分されるため、金融機関にプロ投資家として扱われる。そのため、内部に運用経験者を配置することは、実質的に必須となっている。

イギリスにおいては、年金基金による情報公開のルールが厳格に定められており、横比較も簡単に行われる環境であるため、内部の運用体制に課題があると外部のステークホルダーから指摘されやすい。そのため、アメリカと同様、運用経験者を配置することは実質的に必須であると言える。

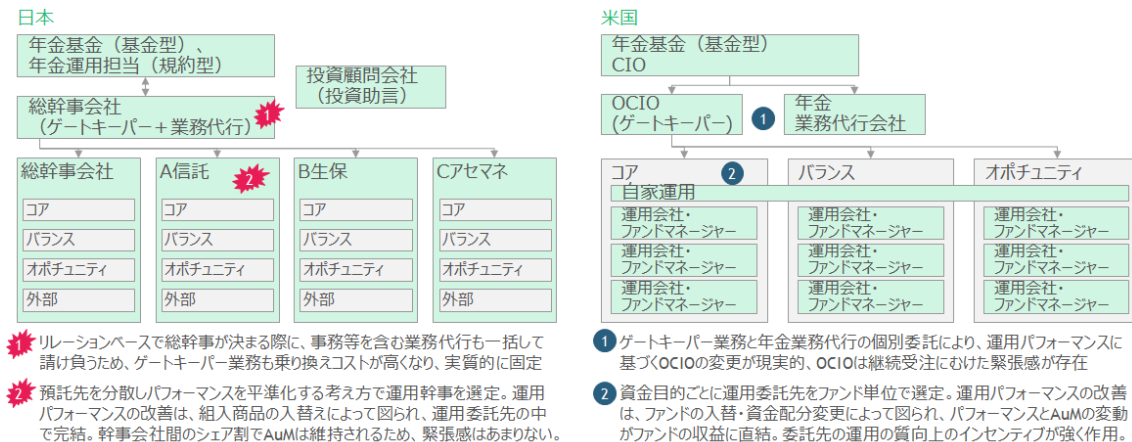
【図表 8】 運用担当者の経験・スキルレベルに関する実質的な要請

	米国 	英国 	日本 
各国とも、年金関連法規が定める企業年金の形式要件に運用経験者を配置する旨は定められていないが...	- ERISA法に運用経験者を配置する必要があるという規定は存在しない - PBGCによる企業年金のモニタリングで運用経験者の有無を確認することはない	- 年金法に運用経験者を配置する必要があるという規定は存在しない - Pension Protection Fund¹⁾が企業年金に運用経験者の有無を確認することはない	- 確定給付企業年金法に運用経験者を配置する必要があるという規定は存在しない - 資産運用委員会に専門的知見を有する者となるが、運用の専門家に限定されていない
	✓	✓	✓
海外では、実質的に企業年金に運用経験者を配置するインセンティブが働いている	規制・投資家区分により運用経験者の配置が必要 - PBGCのモニタリングにより、高い利回りの実現、高度な運用を実質的に求められる - 総資産5百万ドル以上の企業年金は自衛力認定投資家に区分されるため、金融機関にプロ投資家として扱われる	情報公開・投資家区分により運用経験者の配置が必要 - 情報公開のルールが厳格であり横比較が簡単に行われる環境であるため、受給者、株主等から低いパフォーマンス、体制の弱さを指摘されやすい - 企業年金はプロ投資家に区分されるため、金融機関にプロ投資家として扱われる	企業年金が運用経験者を配置するインセンティブが希薄 - 行政の規定・関与は財務が中心、運用は大手幹事会社等への委託中心で横並び - 情報公開が内容・範囲とも薄く、外部の目が届かない - 一般投資家であるため、金融機関にプロ投資家として扱われない

⑤ 運用成果に基づく業務委託先間での競争原理の強化

我が国では、企業年金から信託銀行・保険会社への業務委託において、ゲートキーパーと業務代行を兼ねた総幹事会社が存在しており、運用成果に基づく競争原理が働いている欧米とは仕組みが異なる。平均的なパフォーマンスを安定的に出すには使いやすいスキームであるが、幹事会社を変更するハードルは高く、競争原理が働きにくい構造になっているとも言える。また、欧米では委託のプロセス・利益相反の有無について、監査法人等が監査する仕組みも存在している。

【図表 9】 日本とアメリカの業務委託スキームの違い



また、アメリカやイギリスでは、中小の年金基金向けに、CIO を派遣・紹介するサービス（OCIO）が発展している。OCIO は、大手 AM 会社等が展開する年金基金向けのサービスであり、特定の資産クラスにおけるマネージャー選択、資産配分に関する意思決定、運用実行の高度化等を外部の CIO にアウトソースすることにより、中小の年金基金が組織・体制面でのケイパビリティを強化することが可能な仕組みである。

具体的には、OCIO が年金基金と助言契約を締結し、資産配分や運用会社選定について助言を実施する。続いて、OCIO が年金基金と投資一任契約を締結し、運用会社との契約、運用会社のモニタリング、運用会社入替等の判断を年金基金に代わって実行する。年金基金は、OCIO との間で、どの業務や資産クラスをアウトソースするかをカスタマイズすることができる。

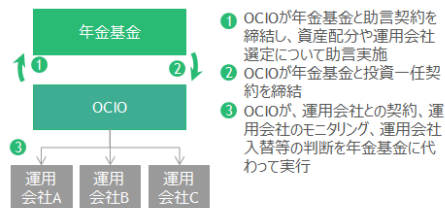
OCIO の導入により、自前では十分な運用体制を構築できない中小の年金基金であっても、適切な運用目標・資産配分目標の設定や、透明性の高い運用実行・検証プロセスの構築が可能となる。

【図表 10】アメリカ・イギリスにおける OCIO の仕組み

OCIOの仕組み

- OCIOは米英等で大手AM会社等が展開する年金基金向けサービス
- 特定の資産クラスにおけるマネージャー選択、資産配分に関する意思決定、運用実行の高度化等をアウトソースすることにより、年金基金が組織・体制のケイパビリティの不足を補足することが可能
- OCIOと年金基金の間での業務や資産クラスをアウトソースするかどうかをカスタマイズすることが可能

OCIOの利用例



OCIO導入により解決される組織要因²⁾

- | | |
|-------------------------------|--|
| a 運用に関する目的・ミッションまたはその具体性が欠如 | • OCIOに相談することで、具体性を持った目的・ミッションを策定することが可能 |
| b 目標設定のプロセスまたは目標値の妥当性が欠如 | • OCIOに相談することで、目的・ミッションに合った運用目標や資産配分目標の設定が可能 |
| c 運用実行プロセス・運用成績に基づく検証プロセスが不明確 | <ul style="list-style-type: none"> • 事前にOCIOとポートフォリオのリバランス水準を決めてアウトソースすることにより、明確な運用実行プロセスの確立が可能 • OCIOからの定期的なレポートによる検証プロセスの確立が可能 |
| e 運用資産及び委託先の管理を行う組織・会議体の整備不足 | • 組織・体制面でのケイパビリティ不足をOCIOの利用によって補うことが可能 |

⑥ 中小基金における共同運用プラットフォームの更なる活用

我が国では、中小の年金基金に関するケイパビリティ不足や委託先への過度な依存に対する指摘がある一方、業界全体でそれを解決する仕組みが未成熟である。総合型基金や共同運用事業等の仕組みはあるが、更なる活用余地が存在する。欧米においては、大規模な年金基金が情報開示やセიმボート・EMP などを実施している。

【図表 11】日本における共同運用プラットフォームの類型（総合型基金、共同運用事業）

総合型の企業年金基金（DB）

- 複数企業が集まって事務や運用を集約して行う形式の企業年金で、2019年度時点で、168事業所が地域別、職域別等の組織として存在
- 複数企業の資産を集めて運用することで、資産規模に応じて減免される手数料率などの運用にかかるスケールメリット・コストメリットの訴求や、投資のプロを運用理事に起用するなど特色ある運営しながら、加入企業数を増やしている総合型基金も存在
- 元々の基盤である、単独での企業年金基金の運営ができない規模の中小企業の加盟に加え、近年では、過去単独で企業年金を運営していた企業が、効率化のため解散し統合するケース等も出てきている

企業年金連合会による共同運用事業

- 2021年3月末現在、9基金から135億円の残高を受託し運用、過去5年の平均リターン年率4.42%、超過収益1.25%
- 企業年金連合会は法律により適格投資家となるため、海外ファンド等を含めた連合会が目利きしたプロ向けの商品群に投資、運用資産の統合によるスケール・コストメリットも大きい
- 連合会が管理運用している通算企業年金の資産の全部または一部と合算して、企業年金連合会の運用方針に基づき運用するため、運用者と利害関係が一致（セიმボート）

【図表 12】 西日本機械金属企業年金基金^{注)} が運営する総合型年金基金

西日本機械金属企業年金基金の概要

- 昭和46年2月1日設立
- 加入事業所数 294事業所
- 加入者数 11,007人
- 受給者数 6,280人
- 資産規模195億円、積み立て比率157%
- キャッシュバランスプランを提供
- 平成31年に岡山県機械金属工業厚生年金基金が代行部分を返上し、岡山県機械金属企業年金基金へと移行、その後、西日本機械金属企業年金基金と基金合併して今に至る

しつかり貯まる 企業年金[®]

※「しつかり貯まる企業年金」は西日本機械金属企業年金基金の登録商標です。

- 西日本機械金属企業年金基金が提供するキャッシュバランスプランのDB商品
- 中小企業向けに、少ない負担で最大の利益を得るため、運用パフォーマンスを重視する方針をとっており、生保・外資系年金アドバイザー出身の運用の専門家を理事に招聘し、独自の運用方針と委託先金融機関との間の是々非々の交渉で運用パフォーマンスを向上
- 運営においても運用の超過利益を原資とした加入者・事業所への利益還元として掛金の引下げなど、欧米の年金基金では当たり前のことを当たり前に行う方針で支持を集め、令和4年4月1日にも全国農業企業年金基金との合併を予定、全国ビジネス企業年金基金へと名称変更し、更なる業容拡大を進める方針

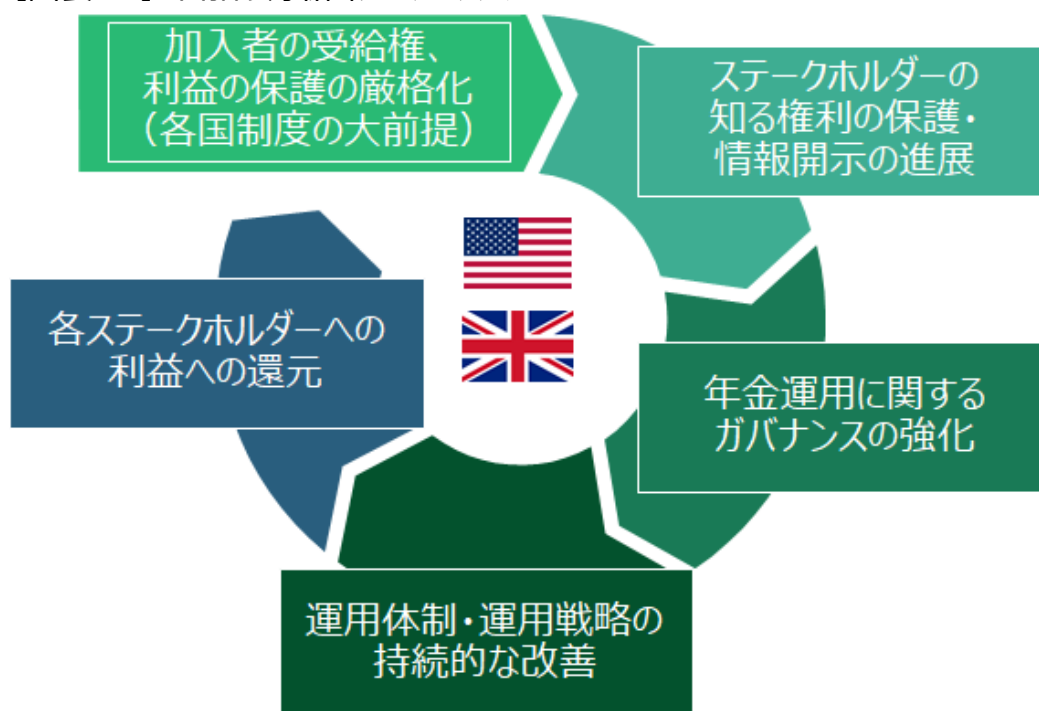
注：調査実施時点の名称。「西日本機械金属企業年金基金」は、令和4年4月1日付で「全国農業企業年金基金」と合併し、基金名称を「全国ビジネス企業年金基金」に変更

4. 課題解決に向けた取り組み方向性

(1) 目指す好循環のメカニズム

前述したように、アメリカ、イギリスの企業年金においては、加入者の受給権が厳格に保護されており、年金運用のパフォーマンスが株主・企業等の各ステークホルダーにとって企業財務上の重要な要素として注目を集めている。運用戦略・運用体制に対する情報開示も、我が国よりも幅広く行われており、そのことが年金基金内部でのガバナンスの強化、戦略・体制の持続的な改善につながっている面も大きい。

【図表 13】 目指す好循環のメカニズム



(2) 実現に向けた提案

前項で述べた「目指す好循環」の実現に向けて、3つの提案をさせていただきたい。

提案 1：より多様なステークホルダーに配慮した情報公開ルール整備

現在開示が行われている財務情報に加えて、運用戦略・運用体制に対する開示を拡充し、各基金の運用実態に関する透明性を向上させる必要がある。また、母体企業の IR に加えて、監督官庁に提出する年次報告書の公開や、アニュアルレポートの発行等、企業年金自身による開示についても拡充していくことを検討したい。但し、開示に係る負荷・コストについては留意が必要であり、既存の開示内容なども活用しながら、費用対効果の高い形で行って行くことが重要である。

提案 2：運用実態に関する外部モニタリング・外部監査の強化

次に、高度な運用を行い、高い運用成果を上げることに対する外部からの監視、および、それらを通じた内部的なインセンティブの強化を図っていく必要がある。米国における PBGC に代表されるような、加入者利益の保護を目的とした外部モニタリング・外部監査の強化を

行い、それらを通じて拋出・給付条件に基づく適正なリスクテイクとよりよい運用成果の追求（リスク調整後リターンの上昇）に対する意識を高めていくことが重要である。

提案３：運用戦略の高度化に向けた内外の体制整備

最後に、運用戦略を持続的に高めていくような体制整備についても触れておきたい。運用担当者として長期運用の実務経験を有する人材を登用し、外部のプロ人材(OCIO等)の活用を促進するための人材要件の定義や、スイッチングコスト・互惠関係を盾にした委託先選定・商品選定の歪みを防止するための業務委託先に対する監視の強化は、企業年金の内部で必要十分な体制整備を進める上で有効である。また、資産運用管理体制の強化に向けた運用規模、ガバナンス、運用体制等の検討・具体化（確定給付企業年金ガイドライン等）など、特に大規模な企業年金等については、適格機関投資家となるための体制整備を進める必要がある。

以上