

企業年金を取り巻く状況に関する調査

最終報告書

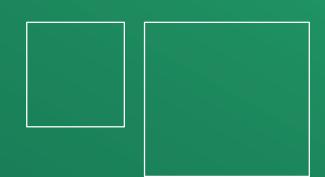
東京都中央区日本橋室町三丁目2番1号 ボストン・コンサルティング・グループ合同会社 職務執行者リチャード・アーウィン・レッサー





報告書目次

- 0. 本調査の背景と目的
- 1. 企業年金を取り巻く状況の全体像整理
- 2. 各課題領域の概要
- 3. 課題解決に向けた取り組み方向性



0. 本調査の背景・目的

right © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved.

本調査の背景・目的

背景 - 企業年金を取り巻く環境

確定給付企業年金(DB)を取り巻く状況

確定給付企業年金には受給者に加え、企業、株主、社会など多様なステークホルダーがあり、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

- 約900万人が加入、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
- 年金資産の運用状況の企業業績への影響も大きく、企業・株主にとっても重要
- 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を担うべき存在

日本の資産運用エコシステム、インベストメントチェーンにおける課題

日本においては、好調な市場環境から、積み立て剰余の状態となっている年金も増えている中、画一的、保守的な資産配分方針や取引慣行に対する課題認識が増している

- 海外・新興の資産運用会社が参入しづらい固定的な委託構造の中、市場の 閉鎖性や低いパフォーマンスの運用の継続・温存に関する課題認識が増している
- 欧米先進国では企業年金向けのサービスの多様化、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

本調査の目的

以下に示すような複数の視点から、企業 年金を取り巻く状況と課題を整理し、日本 の年金運用に係る制度、資産運用業界、 および周辺産業や金融当局への示唆の 導出に活用

- 受給者・企業・株主など企業年金に 係る主要なステークホルダーの視点
- インベストメント・チェーンの視点
- 日本の資産運用エコシステムの視点

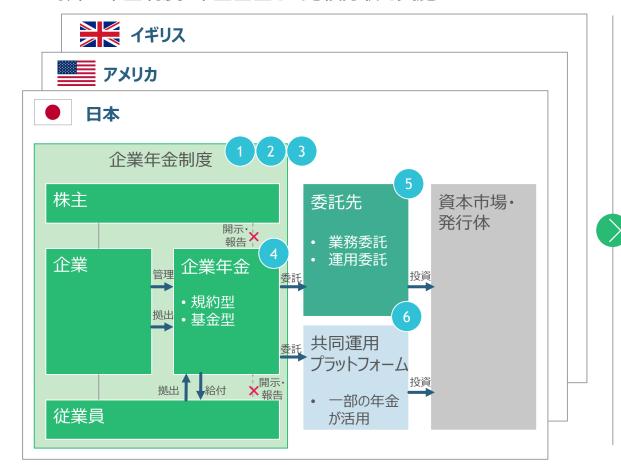
1. 企業年金を取り巻く状況の全体像整理

企業年金を取り巻く状況の全体像整理

海外の年金制度・年金基金との比較分析を実施し、我が国の企業年金に関する課題を抽出

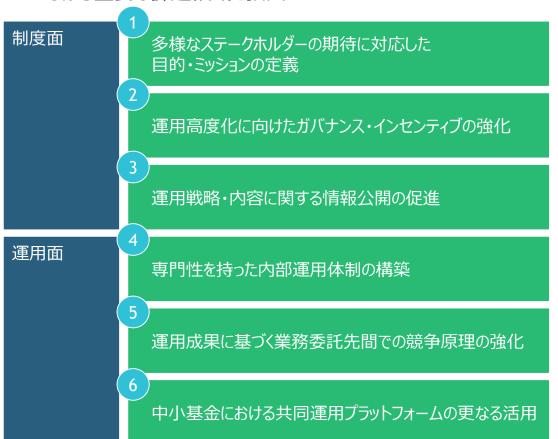
企業年金に関する課題抽出のフレームワーク

企業年金制度を取り巻くステークホルダー全体を俯瞰する形で、 海外の年金制度・年金基金との比較分析を実施



抽出された主な課題領域

制度面・運用面において、我が国の企業年金制度の進化・高度化につながる主要な課題領域を抽出



v Boston Consulting Group. All rights reserved.

抽出された主な課題領域の概要:制度面

抽出された主な課題領域

課題の影響範囲

具体的な課題の内容(海外の年金基金との比較からの示唆)

安定給付

運用高度化

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





多くの企業年金では、安定給付を最大・唯一のミッションとしているケースが 多いが、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

- 株主にとっては企業の利益の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。
- 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





海外では、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

- 米国では、政府機関であるPBGC(Pension Benefit Guarantee Corporation)が企業年金のモニタリングを実施
- 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

3

運用戦略・運用成果に関する 情報公開の促進





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

- 欧米では、各年金基金の運用戦略・運用体制は、IRや基金のアニュアルレポートで詳細に開示されている
- 我が国の年金基金も一定の開示・報告は行っているが、ステークホルダーから見た運用実態の透明性向上に向けて大きな改善余地が存在

2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved.

抽出された主な課題領域の概要:運用面

抽出された主な課題領域

課題の影響範囲

具体的な課題の内容(海外の年金基金との比較からの示唆)

安定給付

運用高度化

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、競争力のある処遇条件も出せていないケースが多い

- 欧米の運用担当者には、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
- 日本では、為替ヘッジ、債券発行、資金繰り等の経験はあっても、長期の運用の経験はない人材が配置されているケースが殆ど

5

運用成果に基づく業務委託先間 での競争原理の強化





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
- 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

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





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中小の年金基金において、一方で、業界全体でそれを解決する仕組みが未熟

- 総合型基金の活用は一定程度進んでいるが、更なる活用余地が存在
- 吸収合併や共同運用事業等の仕組みはあるが、信託銀行や生保の抵抗があって進みづらい状況
- 欧米では、大規模な年金基金が情報開示やセイムボート・EMPなどを実施

現状に問題はない一定の課題が存在重大な課題が存在

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"

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、<u>従業員に豊かな老後を過ごしてもらう</u>ため。そもそも日本のDBは世界でも最も健全性が高く、<u>過去の危機も労使合意で乗り越</u>えてきた

そ す

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

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

 \longleftrightarrow

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

Source: 海外エキスパートインタビュー、国内インタビュー、海外経済メディア記事、国内既存調査結果など文献調査に基づきBCG分析

2. 各課題領域の概要

ight © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserw

海外における確定給付型企業年金に関するステークホルダーの権利関係の認識

企業年金をめぐっては、社員だけではなく、株主や資本市場からの期待も存在

企業年金と各ステークホルダーの関係図

従業員

e 監督官庁

株主 企業年金 d資本市場 業務受託者 (総合型DB含む) 発行体 < > 企業年金 ゲートキーパー 企業 企業 (株式) 規約型 65 基金型 プロジェクト 資産運用会社 ファイナンス 6 5 不動産 証券会社 オルタナ

各ステークホルダーからの"期待"

a 株主

b 企業

€ 従業員

d資本市場

e 監督官庁

- 企業の利益の分配における利害関係者
- 企業業績に大きな影響を与えるリスク要因
- 人材獲得等、企業の競争力に繋がる要素
- 企業業績に大きな影響を与えるリスク要因
- 人材獲得等、企業の競争力に繋がる要素
- 運用による超過収益の獲得、有効活用
- 自らの利益の代弁者、老後資産の守り手
- 年金資産の運用委託先
- リスクプロファイルに合わせた資金の供給者
- スチュワードシップ・コードやESGを考慮した 投資など"責任ある投資家"としての活動
- 年金制度の担い手
- 企業活動における重要な一要素
- 資本市場における重要な参加者

Note: 米国ERISA法、SEC規定内容、英国年金法などをもとにBCGが整理・作成

right © 2020 by Boston Consulting Group. All rights rese

ステークホルダーの権利行使に基づく、企業年金のミッション定義

米国、英国では受給権利の保護と情報公開をセットで行うことで、年金資産運用に関するガバナンス向上が進んでいる



ERISA法、PBGCによる年金加入者の利益の厳格な保護

• ERISA法により、加入者の権利はかなり厳格に守られており、PBGC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つの目的を議会から与えられ、加入者の利益を損なう可能性のある事象がある場合の年金基金へのモニタリングを行っている



公的な年金制度の担い手としての年金法、年金監督庁によるコントロール、年金加入者への最良執行の担保

• 国民年金だけでは、生活費を賄うことことが難しく、 企業年金の果たす公益性が高いため、年金受給者 の権利を守る観点で、企業年金の活動内容を国が 細かく規制

株よび者の が知る。 な相ので をはませる。 ないまする。 をはませる。 はいまする。 をはまする。 ではまする。 はいまする。 にはまする。 はいまする。 にはまする。 にはまる。 にはる。 にはまる。 にはまる。 にはまる。 にはまる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはる。 にはるる。 にはる。 にもる。 にもる。

加入者

受給権、 利益の

保護

株主が自らの投資先の重要事項について知る権利に 基づく情報公開・ガバナンス向上のアプローチ

- ERISA法により、企業年金の独立性は保たれた一方、 企業業績に与える影響が大きすぎるという株主からの 強い要望に応じて、情報開示が進展
- 上場企業のIRの中で、企業年金の運用の状況、 パフォーマンスに関する情報開示項目が定められて おり、積み立て状況、運用パフォーマンスに対し、株主 からの監督がされる仕組み

加入者が自ら加入する年金の状況を正しく知る権利に基づく情報公開・ガバナンス向上のアプローチ

- 加入者が自らが加入する年金についての情報を 年金基金自身から監督官庁にアニュアルレポートを 提出することが義務付けられ、ウェブサイト等を通じ 広く一般に開示されている
- 正しく知る権利の一部として、他の年金基金との比較等もできるように制度が設計されている

ight © 2020 by Boston Consulting Group. All rights res

米国PBGC¹)を通じた企業年金運営へのモニタリング

政府機関であるPBGC自らが明確な目的・ミッションを設定しモニタリングすることで、少ない掛金での効率的な運用を後押し

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

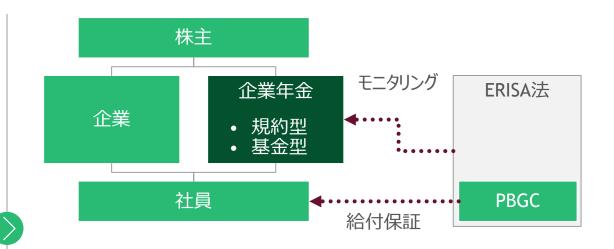
設立:

• 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

米国ではPBGCが運用に失敗した企業に強制拠出を命令することが実際に行われた結果、企業年金や運用受託者に対するガバナンス、運用者へのインセンティブが適正化

直近のPBGCによる企業への年金掛金の強制拠出命令発出の事例

Date of Agreement	Corporate Parent	Affected Participants
08/2018	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

年金積み立て不足が発生した場合に 企業業績に与える影響が大きいことから、 企業年金の運用状況は企業財務上の 最重要項目として各ステークホルダーから 認識されている

企業の財務部門責任者、監査法人、 株主等によって企業年金担当者、 運用委託先に対し、ベストなパフォーマンス が要求され、運用好調時においても 注視されている

運用パフォーマンスが向上することは、 結果として、受給者の権利も守られ、 企業のコストも削減されることになる ため、受給者と企業、株主の間の 共通利益となっている



ight © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reservec

各国制度における情報開示項目

米国、英国ではより多くの情報が一般の閲覧に供する形で情報公開されており、年金基金の規律強化に繋がっている



SEC向け報告、Form 10-Kで要求される 企業年金のコスト、損益や現在価値に関する開示内容

年金費用、純年金債務、年金会計、 退職後給付債務(退職者医療制度を含む)、 年金制度への現金拠出、および未積立年金債務

IR資料の財務諸表の脚注として開示される項目: (一部健康保険と合わせて開示する項目も含む)

- 平均資産収益率
- 年金資産に対する期待収益率
- 医療費動向率
- 今後5年間の最低限必要な年金積立額 (ドル建て、年度別)
- 予測給付債務および累積給付債務



公的な年金制度の担い手としての年金法、年金監督庁によるコントロール、年金加入者への最良執行の担保

- 国・スキームがどのように管理されてきたか、また、 その年に起きたあらゆる変更についての活動報告書
- 監査済みの財務諸表と監査人のステートメントのコピー
- 評議員の詳細とその選任・解任方法
- スキームの専門アドバイザー、ファンドマネジャーの詳細
- 投資のパフォーマンスを含む投資報告書
- 加入者数およびその内訳
- スキームの下で給付を受ける権利を有する人数
- 年金増額の詳細とその計算方法
- 拠出金予定額の妥当性に関するアクチュアリーの証明書
- 問い合わせ先

$\prime\prime$ right © 2020 by Boston Consulting Group. All rights res

情報公開のルールの比較(米国 英国 日本)

日本と比較して米英の企業年金は情報公開の対象が広範で、運用の質に係る情報まで幅広い内容を公開している

		米国	英国	日本
対象	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労省に 提出する業務報告書の内容は、 一部基金等を除き、厚労省・ 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
内容	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

navriabt © 2020 by Boston Consulting Group All rights reserve

日米企業のIRにおける退職給付関連開示比較:①年金資産・負債・CF

年金資産・負債の開示レベルに大きな違いは見られないなど、財務・会計の観点からの開示内容に差は見られないが、、、

General Motors

		Year I	Ende	d December 3	1, 202	0		Year E	nded Dec	ember 3	31, 2019				
	_	Pensio	n Bei	nefits		dobal		Pension	Benefits		- Glo	hal			
	_	U.S.		Non-U.S.		EB Plans		U.S.	Non-	U.S.	OPEB	Plans			
Change in benefit obligations															
Beginning benefit obligation	S		\$	21,398	\$	6,304	\$	61,190	\$ 1	19,904	\$	5,744			
Service cost		177		133		19		179		120		17			
Interest cost		1,716		362		173		2,264		456		220			
Actuarial losses		4,757		1,506		551		6,444		1,653		641			
Benefits paid		(4,600))	(1,132)		(408)		(4,753)	((1,234)		(395)			
Foreign currency translation adjustments		_		870		(3)		_		561		54			
Curtailments, settlements and other		(266)		(2,330)		20		(640)		(62)		23			
Ending benefit obligation	_	66,468		20,807		6,656		64,684	2	21,398		6,304			
Change in plan assets	_														
Beginning fair value of plan assets		59,239		14,961		_		56,102	1	13,528		_			
Actual return on plan assets		6,635		1,573		_		8,454		1,669		_			
Employer contributions		68		396		387		83		532		370			
Benefits paid		(4,600))	(1,132)		(408)		(4,753)	((1,234)		(395)			
Foreign currency translation adjustments		_		389		_		_		668		_			
Settlements and other		(265))	(2,341)		21		(647)		(202)		25			
Ending fair value of plan assets	-	61,077	_	13,846	_	_	_	59,239	- 1	14,961		_			
Ending funded status		(5,391)	5	(6,961)	S	(6,656)	S	(5,445)		(6,437)	S (5.304)			
Amounts recorded in the consolidated balan								r 31, 2020						31, 2019	
Non-current assets					evel 1	Leve	12	Level 3	Tota		Level 1	Levi	12	Level 3	Tota
Current liabilities	U.S. Pension Plan Assets Common and preferred stocks			S	7,429	9 S		S 1	\$ 7.	430 S	6.232	S	19	S 1	S 6
	Government and agency debt securiti	es(a)			7,423		.231	3 1		231	0,232		.843	3 1	13
Non-current liabilities	Corporate and other debt securities	co(u)			_		475	_		475	_		,809	_	24
Net amount recorded	Other investments, net(b)(c)				(834	4)	(8)	427	(4	415)	(47)		25	401	
Amounts recorded in Accumulated other co	Net plan assets subject to leveling			\$	6,593	5 \$ 39	,698	\$ 428	46,	721 S	6,185	\$ 38	,696	\$ 402	45,
Net actuarial loss	Plan assets measured at net asset va	alue							•						
Net prior service (cost) credit	Investment funds									534					7,
Total recorded in Accumulated other comprehe	Private equity and debt investments Real estate investments									137 061					2,
	Total plan assets measured at net asse	t value								732					13.
	Other plan assets, net(d)									624					
	Net plan assets								\$ 61,	077					\$ 59
	, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,														_
				_				r 31, 2020						31, 2019	
	Non-U.S. Pension Plan Assets				Level 1	Levi	12	Level 3	Tota	<u> </u>	Level 1	Levi	12	Level 3	Tot
	Common and preferred stocks			S	57	2 \$	_	s –	S	572 S	489	S	1	s –	S
	Government and agency debt securiti	es(a)			-		,178	_		178	_		,927	_	3
	Corporate and other debt securities				-		,762	-		762	_		,230	-	3
	Other investments, net(b)(e)			_		1	(79)	127		79	(5)		(107)	248	
	Net plan assets subject to leveling			5	60	3 \$ 5	,861	\$ 127	6,	.591 \$	484	\$ 7	,051	\$ 248	7
	Plan assets measured at net asset va	ılue					_		-	-					
	Investment funds									870					5
	Private equity and debt investments Real estate investments									489 917					
	Total plan assets measured at net asse	t value								276					7
	Other plan assets (liabilities), net(d)									(21)					

Pension	Ben	efits		
U.S. Plans		Non-U.S. Plans	G	lobal OPEB Plans
\$ 4,821	\$	1,172	\$	379
\$ 4,614	\$	1,070	\$	374
\$ 4,495	\$	1,038	\$	369
\$ 4,387	\$	1,015	\$	364
\$ 4,278	\$	1,000	\$	361
\$ 19,469	\$	4,673	\$	1,761
s S S S S	Pension U.S. Plans \$ 4,821 \$ 4,614 \$ 4,495 \$ 4,495 \$ 4,278	Pension Berrier Pension Pension	Pension Development Pension Pension	U.S. Plans Non-U.S. Plans G S 4,821 \$ 1,172 \$ S 4,614 \$ 1,070 \$ S 4,495 \$ 1,038 \$ S 4,387 \$ 1,015 \$ S 4,278 \$ 1,000 \$

日本のIRにおける一般的な記載例

	_		金額: 3	万円		_			
			3月31日に終了	了した 1 年間		_			
		2020年		202	21年				
		国内制度	海外制度	国内制度	海外制度				
確定給付制度債務の現在価値:	:								
期首残高		2, 107, 986	1, 186, 896	2, 058, 893	1, 207, 81	5			
当期勤務費用		92, 921	46, 869	91, 079	52, 33	4			
利息費用		10, 514	40, 335	10, 970	49, 91	4			
再測定				金額:百	百万円			1	
人口統計上の仮定の変更				2020年3	月31日			1	
財務上の仮定の変更			国内制度			海外制度		1	
その他		活発な市場			活発な市場			1	
過去勤務費用		公表市		合計 .	公表市		合計	1	
従業員による拠出額		有	無		有	無			
退職給付支払額	株式	467, 885	_	467, 885	111, 997	_	111, 997		
買収およびその他	国債	86, 212		86, 212	181, 702	_	181, 702		
期末残高	社債(その他)	_	75, 644	75, 644	_	170, 650	170, 650		
	合同運用	_	420, 604	420, 604	_	253, 189	253, 189		
制度資産の公正価値:	保険契約	_	226, 043	226, 043	_	_	_		
期首残高	その他	89, 986	152, 881	242, 867	10, 425	140, 939	151, 364		
利息収益	合計	644, 083	875, 171	1, 519, 254	304, 124	564, 779	868, 903		
再測定				2021年3	月31日				
利息収益を除く制度資産に			国内制度			海外制度		1	
会社による拠出額		活発な市場			活発な市場			1	
従業員による拠出額		公表市 有	無	合計 _	公表市 ¹	無	合計	1	
退職給付支払額	株式	607, 727		607, 727	194, 927		194, 927	1	
買収およびその他	国債	110, 699	_	110,699	113, 476		113, 476	1	
期末残高	社債(その他)	110,099	72, 496	72, 496	110, 470	203, 640	203, 640	1	
資産上限額の影響	合同運用		500, 243	72, 496 500, 243		385, 663	385, 663	1	
	JULIO BU OF		216, 423	216, 423		385, 663	365, 663	1	
期末現在の確定給付負債(資産	その他	145, 801	152, 876	298, 677	16, 182	165, 655	181, 837	1	
	合計	864, 227	942, 038	1, 806, 265	324, 584	754, 958	1, 079, 543	1	
			942, 038	1, 800, 200	324, 384	754, 958	1,079,543	1	
	(5) 感応度分析					- And Address - In the last of the		1	
		に用いた期末日時点				E価値に与える影	響は次のとおり	1	
	です。この計	計算にあたっては他6	ファベての条件に						
				金額:百					
		移行日 (2019年4月		20204	3月3	1 H 2021	ha		
		国内制度	海外制度	国内制度	海外制度	国内制度	海外制度		
	0.5%の減少								
	0.5%の増加		7 技又打	ロ4ノ4レの十重船	コスペン 1.352単行す	NWC RUC	7 0	金額:百万円	
	3. 0 /0 · 2 · g//µ	2100, 520	3月3	31日に終了する	各年度		国内制度		海外制度
				2022年				77, 543	50, 206
				2022年					
								81, 611	52, 457
				2024年				84, 235	54, 480
				2025年				81, 464	55, 532
				2026年				82, 566	57, 408
			I						
				2027年-2031年	年			406, 542	312, 785

日米企業のIRにおける退職給付関連開示比較:②数理上の仮定、運用戦略

GMは割引率に加え期待収益率、詳細な運用戦略の開示があるなど運用業務・目標設定の妥当性に関する情報量に差

海外

		Year En	ded I	December 3	1, 202	20		Year En	ded 1	December 3	1, 201	9		Year En	ded I	December 31	, 201	8
	Ξ	Pension	Bene	fits		Global	Ξ	Pension	Bene	fits		Global	Ξ	Pension	Bene	fits	_	Global
		U.S.	1	Non-U.S.		EB Plans		U.S.	1	Non-U.S.		EB Plans		U.S.	1	Non-U.S.		EB Plans
Components of expense	_				_		Т		_						_		_	
Service cost	\$	251	\$	145	\$	19	\$	393	\$	132	\$	17	\$	330	\$	163	\$	20
Interest cost		1,716		362		173		2,264		456		220		2,050		464		195
Expected return on plan assets		(3,267)		(675)		_		(3,483)		(786)		_		(3,890)		(825)		_
Amortization of net actuarial losses		16		171		74		11		122		30		10		144		54
Curtailments, settlements and other		17		241		(8)		21		142		(23)		(19)		43		(19)
Net periodic pension and OPEB (income) expense	\$	(1,267)	\$	244	\$	258	\$	(794)	\$	66	\$	244	\$	(1,519)	\$	(11)	\$	250
Weighted-average assumptions used to determine benefit obligations(a)																		
Discount rate		2.37 %		1.62 %		2.53 %		3.20 %		2.16 %		3.24 %		4.22 %		2.86 %		4.19 %
Weighted-average assumptions used to determine net expense(a)																		
Discount rate		2.84 %		2.80 %		3.00 %		3.92 %		3.36 %		4.07 %		3.19 %		2.99 %		3.29 %
Expected rate of return on plan assets		5.88 %		4.96 %		N/A		6.37 %		5.76 %		N/A		6.61 %		6.09 %		N/A

Investment Strategies and Long-Term Rate of Return Detailed periodic studies are conducted by our internal asset management group as well as outside actuaries and are used to determine the long-term strategic mix among asset classes, risk mitigation strategies and the expected long-term return on asset assumptions for the U.S. pension plans. The U.S. study includes a review of alternative asset allocation and risk mitigation strategies, anticipated future long-term performance and risk of the individual asset classes that comprise the plans' asset mix. Similar studies are performed for the significant non-U.S. pension plans with the assistance of outside actuaries and asset managers. While the studies incorporate data from recent plan performance and historical returns, the expected rate of return on plan assets represents our estimate of long-term prospective rate of return.

We continue to pursue various options to fund and de-risk our pension plans, including continued changes to the pension asset portfolio mix to reduce funded status volatility. The strategic asset mix and risk mitigation strategies for the plans are tailored specifically for each plan. Individual plans have distinct liabilities, liquidity needs and regulatory requirements. Consequently there are different investment policies set by individual plan fiduciaries. Although investment policies and risk mitigation strategies may differ among plans, each investment strategy is considered to be appropriate in the context of the specific factors affecting each plan.

In setting new strategic asset mixes, consideration is given to the likelihood that the selected asset mixes will effectively fund the projected pension plan liabilities, while aligning with the risk tolerance of the plans' fiduciaries. The strategic asset mixes for U.S. defined benefit pension plans are increasingly designed to satisfy the competing objectives of improving funded positions (market value of assets equal to or greater than the present value of the liabilities) and mitigating the possibility of a deterioration in funded status.

Derivatives may be used to provide cost effective solutions for rebalancing investment portfolios, increasing or decreasing exposure to various asset classes and for mitigating risks, primarily interest rate, equity and currency risks. Equity and fixed income managers are permitted to utilize derivatives as efficient substitutes for traditional securities. Interest rate derivatives may be used to adjust portfolio duration to align with a plan's targeted investment policy and equity derivatives may be used to protect equity positions from downside market losses. Alternative investment managers are permitted to employ leverage, including through the use of derivatives, which may alter economic exposure.

In December 2020, an investment policy study was completed for the U.S. pension plans. As a result of changes to our capital market assumptions, the weighted-average long-term rate of return on assets decreased from 5.9% at December 31, 2019 to 5.6% at December 31, 2020. The expected long-term rate of return on plan assets used in determining pension expense for non-U.S. plans is determined in a similar manner to the U.S. plans.

Target Allocation Percentages The following table summarizes the target allocations by asset category for U.S. and non-U.S. defined benefit pension plans:

	December	31, 2020	December	r 31, 2019
	U.S.	Non-U.S.	U.S.	Non-U.S.
ity	12 %	16 %	12 %	14 %
	64 %	66 %	64 %	67 %
	24 %	18 %	24 %	19 %
	100 %	100 %	100 %	100 %

市場環境・ 自社の状況を ふまえた 運用戦略が 詳細に記載

日本のIRにおける一般的な記載例

移行			3月:	31日				
(2019年4月1日) 国内制度 海外制度		2020)年	2021年				
国内制度	海外制度	国内制度	海外制度	国内制度	海外制度			
0.6%	3.8%	0.6%	3.5%	0.6%	3.3%			

全体の割引率のみ記載

(4) 制度資産の公正価値

割引率

制度資産の運用に際しては、将来にわたって年金給付の支払いの必要性を満たすため、許容できるリスクのもとで可能な限りの運用成果をあげるよう努めています。運用における資産配分は、長期的な資産運用において最適となる資産構成を想定した、年金制度ごとの運用基本方針に基づいて行っています。日標とする資産構成から一定割合を超えて乖離した場合には、運用基本方針に基づいて調整を行っています。投資対象の判断にあたっては、市場リスクおよび為替リスク等の集中を避けるため、商品の種類、投資先の業種、通貨および流動性等を慎重に検討しています。運用成績の評価は、個々の資産ごとにベンチマークとなる収益率を設定し、これを資産区分ごとの構成比に応じて組み合わせた収益率と、実際の収益率を比較することにより行っています。

原理原則に関する毎年同じ内容が記載

17

right © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved.

米国企業年金の開示事例: General Motors

IRに加え、当局への提出資料も公開されており、外部の目による監督や年金運用市場の透明性の向上に寄与

目次·全体像

GENERAL MOTORS SALARIED RETIREMENT PROGRAM

TABLE OF CONTENTS

		Pag
F	REPORT OF INDEPENDENT AUDITORS	1
F	FINANCIAL STATEMENTS	
	Statements of Net Assets Available for Benefits as of September 30, 2018 and 2017.	3
	Statement of Changes in Net Assets Available for Benefits for the Year Ended September 30, 2018.	4
	Statements of Accumulated Plan Benefits as of September 30, 2018 and 2017 and Statement of Changes in Accumulated Plan Benefits for the Year Ended September 30, 2018.	5
	Notes to Financial Statements.	6
S	SUPPLEMENTAL SCHEDULES	
	Schedule H, Part IV, Line 4i—Schedule of Assets (Held at End of Year) as of September 30, 2018.	i
	Schedule H, Part IV, Line 4j—Schedule of Reportable Transactions for the	ii

年金資産・債務に係る詳細な注記が 25ページある上、資産の明細、 金融取引一覧、サービスプロバイダー 情報等が80ページあるため、 ポートフォリオや運用実行の実態を 外部者が確認・比較することが可能 (専門記者による比較記事の材料や、 資産運用会社の営業に使われたりする

ポートフォリオ

GENERAL MOTORS SALARIED RETIREMENT PROGRAM
SCHEDULE H, PART I, LINE 4I-SCHEDULE OF ASSETS (HELD AT END OF YEAR) DIRECTLY HELD INVESTMENTS AS OF SEPTEMBER 30, 2018
(in thousands)

(a)	(b) Identity of Issue, Borrow, or Similar Party	(c) Type of investment	(d) Cost	(e) Current Value
Cash equivale	ents and other short-term investments	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·		
	RIDGEFIELD FUNDING CO	Cash equivalents and other short-term investments	11,900	11,90
	SSC GOVERNMENT MONEY MARKET FUND	Cash equivalents and other short-term investments	108	101
		Total cash equivalents and other short-term investments	12,008	12,000
Equity securit	ties			
	3I GROUP PLC	Equity Securities	729	929
	3M CO	Equity Securities	1,899	1,97
	888 HOLDINGS	Equity Securities	105	75
	ABBOTT LABORATORIES	Equity Securities	2,242	3,318
	ABBVIE INC	Equity Securities	7,829	7,685
	ABCAM PLC	Equity Securities	226	233
	ABC-MART INC	Equity Securities	78	67
	ABIOMED INC	Equity Securities	250	29
	ABSA GROUP LTD	Equity Securities	142	136
	ABU DHABI COMMERCIAL BANK	Equity Securities	77	8:
	ACCENT GROUP LTD	Equity Securities	112	114
	ACCENTURE PLC CL A	Equity Securities	1,339	1,726
	ACE HARDWARE	Equity Securities	448	463
	ACERINOX SA	Equity Securities	323	345
	ACTIVISION BLIZZARD INC	Equity Securities	899	1,949
	ACUITY BRANDS INC	Equity Securities	136	114
	ADCOCK INGRAM HOLDINGS LTD	Equity Securities	332	280
	ADDON TECHNOLOGY CO	Equity Securities	18	18
	ADECCO SA REG	Equity Securities	1,157	884
	ADIDAS AG	Equity Securities	567	873
	ADMIRAL GROUP PLC	Equity Securities	572	653
	ADOBE SYSTEMS INC	Equity Securities	5,629	13,666
	ADVANCE AUTO PARTS INC	Equity Securities	140	194
	ADVANCED MICRO DEVICES INC	Equity Securities	185	444
	ADYEN NV	Equity Securities	510	898
	AECOM	Equity Securities	934	948
	AEDAS HOMES SAU	Equity Securities	63	5
	AEGEAN AIRLINES	Equity Securities	161	123
	AEGON NV-NY REG	Equity Securities	438	457
	AEON DELIGHT CO LTD	Equity Securities	59	66
	AEON FINANCIAL	Equity Securities	187	19
	AERCAP HOLDINGS	Equity Securities	1,592	1,72
	AES CORP	Equity Securities	119	144
	* AETNA INC	guity Securities	801	1.04

期末時点で保有する 全ての証券について 取得価格と時価を公開しており、 運用ポートフォリオの詳細を 確認することが可能

委託先関連情報・運用コスト開示

A. Name of Plan – General Motors Salaried Retirement Pres C. Plan Spansor – General Motors LLC	gram			B. Plan Numb D. EIN - 27-0	383272							
		PART I. 2 INFORMATION ON OTHER S										_
Service Providers Receivin	2(3)		2(b)	2(c)	2(d)		7(e)		n .	2(g)	2	(10)
SERVICE PROVIDERS RECEIVED	g Direct or Indirect	ompensation	-				ce provider	Did in		Enter total Indirect	Did the	
	1		1	Relationship to	1		e indirect	compensat		compensation received by	provider	g)ve
	1	I		employer, employee	Enter direct		ensation?	eligible	indirect	service provider excluding	formula	inste
		Address (Report If DIN Unknown or for setf-		organization, or	compensation paid		other than	compensatio		eligible indirect compensation	an am	
	1	employed persons)	1	person known to be	Compensation part	plan or pl	lan sponsor)	the plan re	calved the	for which you assistered "Yes"	estimate	dan
Name		l	Service	a party-in-interest						to element (f). If none, enter -		т
	EIN		Code			(Yes)	(No)	(Yes)	(No)	D-	(Yes)	1
Blackrock Realty Advisors State Street Bank and Trust Company	94-3262034		28		2,171,515		. ж			1		_
	04-1967445		19, 23	Trustee	1,171,324	×				1		1
Towers Watsop Delaware Inc. Fidelity Institutional Operations Company, Inc.	23-1159360		41	Actuary	2,160,424		×					\top
NISA Investment Advisors		P.O. Box 73307, Chicago, L 60673-7307	15,64	Recordkeeper	1,006,578	×		X.				_
NDA Itrestment Abrisons Arrowstreet Capital LP	48-1140940		28		1,005,065		×					-
arrowstreet Capital Ly	64-8472863		28		822,668		- 8		-			T
Performance Equity Management LLC	19-4162590		١.								1	
Marethon Asset Management	95 4328933		25		794,504							1
Wellington Management Company	95-4328983		28		713,557		x					
Had-Rock Financial Management, Inc.	13-3806691		28		602,418		×					Γ
Pacific Investment Management Company, LLC	23-0622048		28		549,978	_						
SSSC Private Squity Services	23-0529043	80 Lamberton Road Windsor, CT 05095	15		544,753		×					
Quantitative Menagement Associates	22-2540245	80 Lamberton Koad Windsor, CT 05095		-	510,795		.x					
Froit tham, Mayo, Van Otterlag & Co. LLC	04-2691242		28		437,014		x					Т
Primerap	95-3860351		28		365,917	X		×				
Transcap Transcript Investors LLC	04-3068821		28		344,040		x					
Frilogy Global Advisors, U.C.	20-3023429		28		205,127	×						
Delegate	13-3891517		28		196,126		×					
rugestid Fleed Income	22-2540245		10	External Auditor	195,650		- 1					
Westbrook Real Estate Fund VII. L.P.	20-5372871		28		182,845		×					
AT 444 Madison Co-Investor, LLC	61-828197		25		177,605							
It does included Core intention, LCC	01/02019/		28		159,746		T.					
Deloitte Tax LLP	86-1065772					1						П
S&C Technologies, Inc.	06-1169696		15	Affiliate of auditor	145,269		× .					
	00-1103000		43		109,443	_						
detille-NY		PO Box 34710 Lexington KY 40512	13.23	1 1								
RackRock Institutional Trust Company, N.A.	94-3112180	PU BOX 34730 LEKENGION KY 4US12	28		106,443		×					1
nergy Trust LLC (UBS)	13-4145449		28		94,974	х.		*				
rudential Financial	22-1211670				90,465		×					
egal & General Investment	20-8058531		13, 23		79,163		×					
Vestbrook Real Estate Fund VIII, L.P.	26-1870363		28		61,300		. х					1
RockRock Capital Management	51-0395356		2E 25		57,396		×					
etro Life Insurante Company	06-6033492		13, 23		57,591	_	×					
AIR Realty Advisors, LLC	75-2834230	-	28		54,523		×					
irkland & Effe	36-1126630		29		53,100		X .			********		1
Vestbrook Realty Management VI. L.P.	71-9967207				49,596		X					_
lartford Life Insurance Company	06-0374148		28		35,849		×					
kadden, Arps, State, Meagher & Flore LLP	13-1777230				32,816		_	x				
18C Bank USA	36-3722148		29 27, 34		32,569		×	-				
OC BEIL OZA		1350 Avenue of the Americas, Suite 3010, NY,	27,34		30,225	_	×					_
Sertin Currie Inc.		1350 Avenue of the Americas, Suite 3010, NY,	28		22,755	- 1		- 1				1
Carkit Valuation Limited	25-50031929	11017	49		22,755		×					_
G Co-investor, LLC	55-0911808		29		19,098	_			-			-
PRINSTrick & Lookhart Preston Gate	25-0921018		29		17,544		*					-
shlutional Protection		1-3 Staple inn. London WC1V 70H	12		15,496		- ×		_			-
Festbrook Real Estato Fortners, L.P. ("Fund V")	86-1089101	2 3 3 3 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5	20		15,017							-
tandard & Poor's	13-4135501		49				×		_	***************************************		-
ifford Change US LLP	13-5553664		29		7.125	_	 		-			-
		s/o Maples ate Services Limited, P.O.	13		7,125	_	×		\rightarrow			_
	1 1	Bo Services Children, P.O.		1	- 1				- 1			1
eyuan Ventures Management III, LLC	1 /	use, orang cayman, KY1-	52,72		- 1			-				1
elcon Strategic Partners III, L.P.	22.3		51,72									

全ての金融サービス プロバイダーと、支払われた フィーの金額を確認し、 受給者や株主の利益を 毀損するような取引が ないか確認することが可能

18

英国の職域年金の開示事例:BT Pension Scheme アニュアルレポート

英国では年金基金の受託者責任として、情報公開・透明性確保の義務が定められており、活動内容レポートを発信

Trustee Board





ary 2015. He is also Chair of the board of Avivo





Funding and investment

A full actuarial valuation of the Scheme is undertake at least once every three years based on a range of assumptions including future inflation, pension increases salary increases, investment returns and longevity

inding funding deficit was £7978 million.

the Scheme to a fully funded position by 30 June 2030.

of £500 million, £1,660 million and £400 million in March 2021, May 2021 and June 2021 respectively, with furthe 2023, and £400m due in June 2022 and March 2023. The ermal recovery plan ends on 31 December 2035, but in 30 June 2030, as a result of the following:

- Contributions that are due before 30 June 2030.
- Use of the £1,660 million contribution paid in May 2021 to invest in an asset backed funding arrangement that will make payments of £180 million a year to the Scheme over 13 years. The payments may end before that time if

value of £1925 million. The fair value of the Scheme's

This aspect of the agreement provides more certainty that payments to the Scheme ending, before the underlying

by the Trustee over the period 2034 to 2036. emerging funding deficit in excess of £1 billion.

どのようなアセットクラスに どういう投資をしていくか、 の説明が数ページにわたって

詳細に記載されている a year either directly t

asset in the Scheme accounts and to the extent there is a the Scheme. In considering the approach to

dispersion occurred to the scheme and the scheme an

Measuring investment performance

Scheme's st provided re information respective

DB、キャッシュバランスプランでは 自社の状況も考慮しつつ、 市況において妥当なターゲットを定め、 パフォーマンス比較がされている

	3 years	5 years	10 years	15 years	
Real* - Adjusted CPI ²	-2.6%	9.3%		7.6%	
Real* - Adjusted RPI*			0.70	6.7%	

	3 years	5 years	10 years	15 years
Actual	6.3%	6.7%	7.1%	6.0%
Real" - Adjusted RPI ²	3.7%	3.7%	4.5%	3.1%
Real ¹ - Adjusted CPI ²	4.6%	4.6%	5.3%	3.8%

- Scheme real adjusted equals Scheme actual less RPI and CPI respectively.
- 2 Retail Prices Index (RPI) and Consumer Prices Index (CPI) are measures of UK inflation

Appendix three: Trustee Board Committees

メンバーの経歴、

専門性、役割が記載、

適切な体制であると訴求

Trustee Board Sub-Committee	Members	Responsibilities	Key activities
Audit & Risk Committee	David Viles - Chair Ben Marshall	 Integrity of the Scheme's annual report and accounts and the discharge of its duties in relation to these 	Met 4 times during the year and subsequently one meeting held up to the annual report approval date
	Keith Nichols Andy Kerr	 Oversees Scheme governance and the effectiveness of risk management processes, the internal controls fromework, and reviewing and challenging the internal audit function* Recommends to the Trustee Board the appointment, re-accointment and removal of the external auditor. 	Reviewed the following: Performance of internal and external auditors Operational due diligence reports on third party investment managers Regular risk and compliance reports
		re-appointment and removal of the external auditor, monitoring auditor independence and objectivity, and approval of remuneration and engagement terms of the auditor	- Internal audit reports - The security of Scheme assets - The Scheme's IT security
Investment Committee	Keith Nichols - Chair Chris Cheetham Emily Clark	Oversees effectiveness of the Scheme's investment attribegy Oversight of Control of Contro	Met 7 times during the year Reviewed 'deep-duv' reporting into each of the main asset classes including key risk factors, manager allocations and performance
メンバ	に 資料 一の責	任管掌、	Met 4 times during the year Reviewed quarterly reports on Scheme administration Provided exempts of a number of administration related projects Implementation of the pensions goots! Implementation of a new administration platform Provided exempts of Addistonal Voluntary Contributions strategy, key remited services octulities program of the property of the propert
_	は席回数		

Appendix three: Trustee Board Committees

basis with a Trustees have note in the event

payments. The asse

rules, and the Pens

generally supportive terms are appropria

Trustee director	Main board	Audit and Risk Committee	Investment Committee	ASCC	IDRP stage 2 appeals panel	Discretions Committee	Implementation Oversight Committee
Number of meetings	12	4	7	4	6	5	
Otto Thoresen	12	-	-	-	6	-	
Chris Cheetham (appointed 16 September 2020)	10		5				
Emily Clark (appointed 1 April 2020)	11	-	7	-	-	-	
Nigel Cotgrove (appointed 1 April 2020)	12			4		5	
The Law Debenture Society (represented by David Felder) (resigned 16 September 2020)	2		2	-			
Andrew Kerr	12	4	7	-		-	
Ben Marshall	12	4		4	6		
Keith Nichols	11	4	7	4		5	
Beryl Shepherd	12			4		5	
David Viles (appointed 1 April 2020)	12	4			6	-	

Appendix four: Management and advisers

Scheme registration number 10085003	Auditor KPMG LLP 15 Canada Square	Custodians appointed by the Trustee The Northern Trust Company JP Morgan Chase Principal sponsoring employer		
Trustee BT Pension Scheme Trustees Limited	Canary Wharf London E14 5GL			
DT Perision ocheme mustees Limited		British Telecommunications plc (BT)		
Trustee Directors Otto Thoresen (Chair) Emily Clark Chris Cheetham (appointed 16 September 2020) Nigel Cotgrove	Pensions administrator BT Pension Scheme Administration Limited Venture House Venture Way Chesterfield \$41 BNR	81 Newgate Street London EC1A 7AJ		
The Law Debenture Pension Trust Corporation plc		If you require further information regarding		
(represented by David Felder, resigned 16 September 2020)	Bankers	this report, please contact:		
Andrew Kerr Ren Marshall	The Northern Trust Company Royal Bank of Scotland	Scheme Secretary		
Keith Nichols	Royal Bank of Stationa	BT Pension Scheme Management Limited One America Square		
Beryl Shepherd	San service provider to BTPS	17 Crosswall		
要な業務委託党	ent management)	London EC3N 2LB		

監査法人、 アドバイザーを公開 エクスポージャー上位の ファンドマネージャーを公開

ht © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reser

米英では年金基金をプロ投資家に区分し、プロとしての運用判断力、説明責任を求めている

プロ投資家として位置づけられることで、年金基金側の運用力・体制の高度化が進み、運用会社の参入機会の拡大も促進

米国



英国



日本



企業年金の投資家としての区分

- 下記のいずれかを満たす場合は自衛力認定投資家として区分されるため、実質的に全企業年金がプロ投資家
 - 総資産5百万ドル以上
 - 運用執行者が運用経験者 1)
 - 受託者が運用経験者1)

• 属性・形式要件として、一律に プロ投資家として区分される旨 定められている

- 属性・形式要件として、規模等 に関わらず一律に一般投資家 として区分される
- (企業年金連合会を除く)
- 財務条件を満たした場合²)に 適格機関投資家となる届出を することができるが、2022年現在 届出済の企業年金基金はなし

上記投資家区分であることによる影響

- ・ 法律上プロ認定される以上、受託者責任として、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
 - プロ向けの商品等も含めたスコープの中で、運用成績が評価される
- 単独の判断で、プロ向けの私募商品などリスク性の商品を組入れた 運用を行うことが可能、運用会社・金融機関も積極的に提案する
 - PE・HF等を含む運用会社や金融機関は、他のプロの機関投資家と同様、オルタナティブなどリスク性商品を含めた幅広い商品を提案する

- 受託者責任が一般投資家 の能力の範囲に限定される
- 年金基金側にその意向が あっても高度な運用を実行 するハードルが高い
- 一般投資家の範囲を逸脱 した運用方針はとりづらい
- 資産運用会社や金融 機関側の負担・責任が 大きく勧誘を躊躇

- 1. 運用経験者や、政府・州が認定する資格を保有している者
- 2. 最近事業年度に係る年金経理に係る貸借対照表における流動資産の金額及び固定資産の金額の合計額から流動負債の金額及び支払備金の金額の合計額を控除した額が百億円以上 Source: 米国 33年証券法Sec.2(a)(15) Rule 215, Rule 501(a)(Reg. D), 英国 the Financial Services and Markets Act 2000. 日本 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

to 2020 by Boston Consulting Group All rights reserved

ステークホルダーからの監視の目も、運用経験者を採用・配置することにつながっている

米英の年金基金では、運用を高度化に関するステークホルダーの強い期待に応えるため、ケイパビリティが強化されてきている

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 知見を有する者とあるが、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

1. 英国において支払保証を担うエンティティ

ight © 2020 by Boston Consulting Group. All rights rese

企業年金の資産運用の構造における日米の比較(委託のプロセス・委託構造)

日本と米国を比較した場合、企業年金が行っている業務・運用委託のプロセスや委託の構造(切り分け方)が異なっている

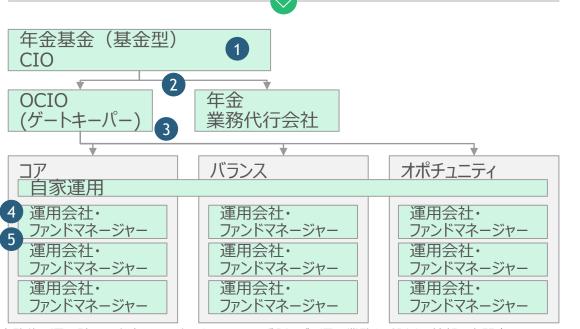
日本

- 1 年金運用担当者は人事業務の一環として、人事労務が務める
- 2 事務と運用資産の配分を合わせて委託する総幹事会社を指名
- 3 総幹事会社を通じ、資産を各幹事会社に配分(シェア割り)
- 4 各幹事会社と年金基金の間で、運用内容・商品を選定
- 5 運用の見直しは、主に各社で運用中の商品の再選定により実施

米国

- 介 年金運用担当者はCIOとして運用業務経験者がアサインされる
- 2 事務など年金業務を代行する会社とOCIO¹⁾を分けて指名、委託
- 3 OCIOが中期運用計画・目標収益率に基づくポートフォリオを構築
- 4 それぞれの資金目的毎に運用会社・ファンドマネージャーを選定
- 5 内部、外部ベンチマークでパフォーマンスを比較、委託先を入れ替え





1. Outsourced Chief Investment Officer の略称 意思決定機関によって決定された運用方針に基づき、より実務的な運用計画の立案やファンドマネジャーへの委託などの運用業務を受託する外部の専門家 Source: 日本および米国の企業年金従事者、信託銀行等金融機関の年金営業経験者インタビュー、BCG分析

企業年金の資産運用の構造における日米の比較(インセンティブの効き方)

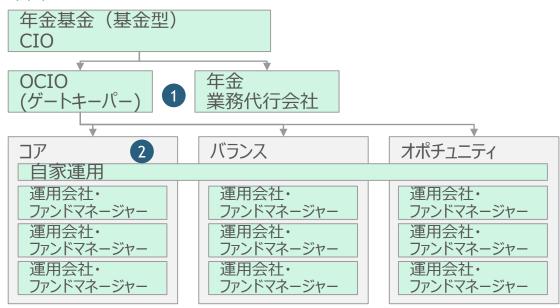
運用・業務委託の構造が異なる結果、組織・個人とも同じ内容のインセンティブでも米国ほど作用しないという現象が起こっている可能性





- # リレーションベースで総幹事が決まる際に、事務等を含む業務代行も一括して 請け負うため、ゲートキーパー業務も乗り換えコストが高くなり、実質的に固定
- 預託先を分散しパフォーマンスを平準化する考え方で運用幹事を選定。運用 パフォーマンスの改善は、組入商品の入替えによって図られ、運用委託先の中 で完結。幹事会社間のシェア割で受託資産規模(AuM:報酬金額算出の ベース)は維持されるため、緊張感はあまりない。

米国



- 1 ゲートキーパー業務と年金業務代行の個別委託により、運用パフォーマンスに基づくOCIOの変更が現実的、OCIOは継続受注にむけた緊張感が存在
- 2 資金目的ごとに運用委託先をファンド単位で選定。運用パフォーマンスの改善は、ファンドの入替・資金配分変更によって図られ、パフォーマンスと受託資産規模 (AuM) の変動がファンドの収益に直結。委託先では運用の質向上のインセンティブが強く作用。

日本型は総幹事会社を中心に、安定的に平均的なパフォーマンスを出す目的において、使いやすい仕組みとなっている(特に中小規模の年金基金にとって有用)一方で、役割分担が曖昧で競争が乏しく、委託先変更・追加のハードルも高いため、運用の質を向上するインセンティブが各レイヤーで利きづらい構造となっている

カナダでは信託銀行がオペレーション受託と運用業務支援サービスを展開

RBCはカストディサービスや支給事務サービスでの強みを活かして企業年金の目標設定のコンサルティングサービスを提供

RBCはカストディ・支給事務ビジネスを中心に受託

Pension Funds

As one of the leading providers of Canadian pension and benefit payment services, RBC Investor & Treasury Services provides timely, accurate and efficient processing to support the growth and stability of pension plans in Canada. With a longstanding focus on the industry, plan sponsors and pensioners benefit from our service excellence, technological capabilities and industry intelligence.

OUR CREDENTIALS









100+ years

of experience serving pension plans in Canada

Focused on providing exceptional client service and helping clients mitigate operational risk

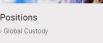
AAamong the highest credit

100年に百り 年金事務サービス を提供。支給等、 年金事務に おいて盤石な 体制を構築

OUR PRODUCTS AND SERVICES

カストディ、 議決権行使、 支給事務、 レポーティング に加えて貸株 や為替の サービスを提供







Reporting

Performance Measurement Compliance Monitoring











Treasury & Market Services

Securities Finance Foreign Exchange

Cash Products

運用業務支援を、運用受託とは切り離して提供

How We Support You

An Understanding Of Your Business. We'll meet with your team to develop a true understanding of your company's business needs and priorities, then work with you every step of the way to ensure your plan is meeting its objectives.

Empowering the RBC Network to Work for You. Your company will have access to the wide network of banking and financial expertise that RBC provides - such as tax planning, debt management, risk management and business succession.

Advice That Fits Your Employees' Needs. We work with employees individually, providing simple and practical advice based on their unique goals and objectives. By continuing to meet with them long after they've signed up, we can assist them in changing their contribution levels and investments as their needs change.

Enabling Your Employees to Invest Their Way. We offer a full range of saving and investing options that let your employees be as hands-on or hands-off as they want.

Advice That Comes To You. Your RBC advisor will meet with your employees at your workplace, making it easier for them to get the advice they need. Occasional advice seminars will give employees the chance to learn from other financial experts.

Dedicated Support. Your dedicated Relationship Manager will meet with you to ensure your plan complies with legislation and best practices, set up regular sessions to boost enrollment.

企業年金の設立から資産配分目標・ 商品選定支援までサービスを提供

- 企業年金およびCIOをサポートする立場として、運用者とは 切り離した目線で、中立的な目標設定に関する提言を提供 (運用受託まで行うと利益相反に対する指摘が厳しいため)
- カストディや支給事務において得た支給額やポートフォリオの リスク量を踏まえた、企業年金基金の運用目標の設定を支援 している



25

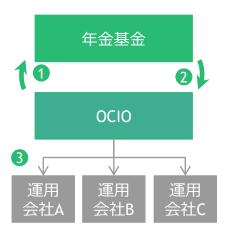
米英では中小の年金基金向けに、外部CIOを紹介・共有するサービスが発展・利用が浸透

米英では、ケイパビリティ不足を自認する年金基金向けに、CIOを派遣・紹介するサービスが勃興、利用されている

OCIOの什組み

- 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と年金基金の間でど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 選定について助言実施
- 2 OCIOが年金基金と投資一任契 約を締結
- OCIOが、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

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

- 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
- **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
- 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

- の管理を行う組織・会 議体が整備不足
- 運用資産及び委託先 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

right © 2020 by Boston Consulting Graun All rights reserve

米英におけるOCIOの利用例

OCIOを利用する際には、企業年金自身で担当する業務、OCIOと共同で担当する業務、OCIOに一任する業務を契約ごとに設計可能

Fiduciary Functions: Retain or Delegate?	Client Responsibility	Collaborative Responsibility	OCIO Responsibility
Policy development	✓		
Fiduciary duty		✓	
Strategic asset allocation	✓		
Asset class inclusion/exclusion	✓		
Manager/custodian selection/replacement			✓
Contracting with manager/custodian			✓
Establishment of manager guidelines		✓	
Portfolio rebalancing with approved ranges			✓
Opportunistic/tactical rebalancing			✓
Hedging strategy implementation		✓	
Transition services			✓
Costs		✓	
Execution			✓
Risk management			✓
Performance measurement and evaluation	✓		

t © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved.

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、連合会による共同運用事業)

共同運用プラットフォームに類する既存の仕組みとして、日本においては、総合型の企業年金基金(既存の基金が統合するケース含む)や企業年金連合会による共同運用事業が存在

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 (セイムボート)

ht © 2020 by Boston Consulting Group All rights reserved

先進的な取組みを行っている総合型年金基金の例:西日本機械金属企業年金基金1)

運用の専門家の招聘や、パフォーマンスを重視した独自の運用方針、掛金引下げなど利益還元方針などで先進的な取組みで支持を集める

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基金基金へと移行、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

しっかり貯まる 企業年金[®]

※『しっ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リ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日にも全国農薬業企業 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

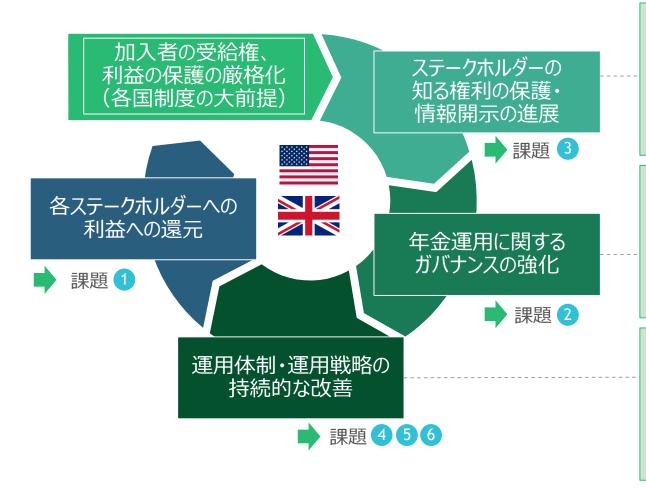
3. 課題解決に向けた取り組み方向性

ht © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved.

海外の企業年金との比較分析における日本の企業年金への示唆(1/2)

諸外国においては、加入者の権利保護を大前提に、情報公開の進展や運用戦略・運用体制の高度化が進み、 それが各ステークホルダーへの利益還元につながる好循環を形成

海外の企業年金における好循環のメカニズム



日本の企業年金への示唆

【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

• 財務情報のみならず、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

【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

• 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

【提案3】

運用体制・運用戦略の高度化に向けた内外の体制強化

- 運用担当者に対する人材要件の導入
- 業務委託先に対する利益相反・不適正取引等の監視
- 適格機関投資家となるための体制整備

vright © 2020 by Boston Consulting Group. All rights reserved

海外の企業年金との比較分析における日本の企業年金への示唆(2/2)

各提案に関する今後の検討の方向性(案)

提案

具体的な検討の方向性(案)

【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 財務情報のみならず、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

- 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を拡充することを検討
- 但し、開示に係る負荷・コストについては留意

【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 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

- 米国におけるPBGC(Pension Benefit Guarantee Corporation)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
- リスク調整後リターンに対するモニタリング・監査を通じた、拠出・給付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

【提案3】

運用体制・運用戦略の高度化に向けた内外の体制整備

運用担当者に対する人材要件の導入

• 長期運用の実務経験を有する人材の登用、外部のプロ人材(OCIO等)活用の促進

業務委託先に対する利益相反・不適正取引等の監視強化

• スイッチングコストの高さや、互恵関係を盾にした委託先選定・商品選定の歪み

適格機関投資家となるための体制整備

特に大規模な企業年金等については、資産運用管理体制の強化に向けたガバナンス、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)

ボストン コンサルティング グループ (BCG) の基本方針

以下の事項は、世界中のクライアントとの契約の際にBCGが適用させて頂いている基本方針であり、貴社との契約においてもこの方針を適用させて頂きたいと存じます。

機密情報の保護

BCGが貴社に対してコンサルティング業務を提供する過程において、貴社とBCG両社は、必然的にそれぞれの非公開の機密情報をシェアすることになります。両社は、常にその情報の機密を厳守し、その情報の開示先を、両社のそれぞれの従業員及び作業受託者のうち、貴社に対するBCGのコンサルティング業務のためにその情報を知る必要があり、かつ契約書によって機密保持を義務づけられる者に限定するものとします。この機密保持義務の対象には、BCGが貴社とシェアするBCGのサービス価格設定や各コンサルタントの単価に関する全ての情報も含まれます。

上記の機密保持義務は、(1) 受領当事者が従前から保持していた情報、(2) 正当な権限を有する第三者から入手した情報、(3) 独立して開発した情報、(4) 開示後に公知となった情報、(5) 法律、規則、文書提出命令又はこれに類する命令により開示が要請された情報には、適用されません。ただし、(5) の場合には、受領当事者は、法的に許容される範囲で、開示当事者に対し当該要請がなされたことを通知し、そのような開示を回避し、又は、その開示の範囲を最小限とすることに協力するものとします。

貴社は、BCGの事前の書面による承諾なしに、BCGと協働していることを公にしないものとします。

同業他社に対する安全態勢

BCGは、同一業界の多くの企業にコンサルティング業務を提供することにより、その業界の知識を深め、クライアントに関わる戦略的問題を解決する能力を高めることが可能となります。そこで、BCGは、クライアントの専有情報の機密を保護するというクライアントへの確約を損なうことなく、同一業界の複数のクライアントに対しコンサルティング業務を提供することを可能にする、内部の安全態勢をとっております。そのため、BCGは一般的に1つの業界で1社と独占契約を結ぶという方針はとっておりません。

同一業界の複数のクライアントに対してコンサルティング業務を提供する場合、BCGは細心の注意を払います。特に、貴社へのコンサルティング業務に携わったコンサルタントは、当該業務終了後少なくとも1年間は、貴社と競合する同業他社から依頼された類似のプロジェクトに関与させません。ただし、ある業界や特定の事業分野又はBCGの専有ツールの使用に特化しているシニア・プロフェッショナルにつきましては、上記の例外とさせて頂きます。しかし、言うまでもなく、そのようなコンサルタントも、BCGの他の全従業員と同様、常に、貴社の専有情報とBCGから貴社への助言内容の機密を厳守致します。

成果物に対する権利

BCGが貴社に提出する成果物(以下「成果物」といいます。)の最終版の所有権は、貴社からBCGに対する報酬等の支払が完了した時に、貴社に移転します。

ただし、BCGは、成果物に関する知的財産に対する全ての権利を留保します。当該知的財産には、事業原則に関する知識、並びに、貴社若しくは他のクライアントへのコンサルティング業務の遂行若しくは調査の過程、又はBCG独自の調査の過程で、BCGの従業員が開発した分析上の概念、手法、方法、モデル、工程、発明、アイデア及びフォーマットが含まれます。知的財産に対する全ての権利を留保することにより、BCGは、全てのクライアントのために専門知識を活用することが可能となります。

知的財産に対する権利を貴社に譲渡することはできませんが、貴社は、BCGが貴社に提供するアイデアや助言を実現して頂くために必要な範囲で、BCGの知的財産を貴社内において使用することができます。

なお、貴社に対するコンサルティング業務の過程において、BCGが方法論、問題解決アプローチ、フレームワーク等を開発することがあり得ますが、BCGがこれらを開発することや、貴社の専有情報が含まれない状態でBCGがこれらを第三者に開示することは妨げられないものとします。

成果物等の開示

貴社は、BCGの事前の書面による承諾なく、成果物並びにその他のBCGの資料等及び作業結果(以下これらを併せて「成果物等」といいます。)を第三者に開示しないものとします。また、貴社は、成果物等に基づき貴社が作成した如何なる資料等(以下「二次的資料等」といいます。)も、BCGの事前の書面による承諾なしに、BCGの名称を付して又はBCGの名称に言及して、第三者に開示しないものとします。

貴社が成果物等又は二次的資料等を第三者に開示することにBCGが合意した場合であっても、そのような成果物等又は二次的資料等の第三者への開示又は第三者によるこれらの利用若しくは依拠の結果として又はこれらに関連して貴社又は第三者が被ったいかなる損害についても、BCGは一切責任を負わないものとします。貴社は、BCGがいかなる請求や訴訟の当事者又は証人となることも含め、上記の開示、利用、依拠によってBCGに生じた又はこれらに関連してBCGに生じたいかなる現実の又は切迫したクレーム、損失、費用についてもBCGを補償することに合意するものとします。また、BCGは、成果物等又は二次的資料等の開示を受ける第三者に対し、事前にBCGの標準書式のノン・リライアンス・レター(免責書面)に署名することを求めるものとします。BCGは、貴社から要求があった場合には、上記標準書式を貴社に提供致します。

貴社は、法律で要求される場合を除き、目論見書、委任勧誘状、募集要項若しくは同様の文書又は一般配布用に作成した 資料において、BCGに言及することは控えるものとします。

補償及び責任の上限

BCGは、時として、クライアントと第三者 (政府機関等を含みます。) との間の法的紛争において、書類の提出、証人としての証言 又はその他の行為を求められることがあります。そのような場合、貴社は、それによってBCGに生じた費用 (弁護士費用を含みます。) や損失等を合理的範囲で補償するものとします。

本契約の履行又は不履行に基づく損害に関して、一方当事者が他方当事者に負う責任は、その責任の発生する根拠にかかわらず、直接損害の範囲に限定されます。また、損害賠償額は、当該責任の原因となったBCGのサービスに対して貴社が支払う報酬の総額を超えないものとします。

貴社のためのBCGチーム

BCGは貴社に対するコンサルティング業務の遂行に適切と判断されるコンサルタントに貴社のプロジェクトを担当させます。一方、貴社の担当スタッフもBCGのチームと緊密に連携して、BCGの効率的な業務遂行の促進に取り組んで頂けることを期待します。また、貴社は、BCGが必要とするデータ、指示及び前提条件をBCGに提供するものとします。BCGは、コンサルティング業務の遂行に当たり、それらのデータ、指示及び前提条件に依拠します。それらのデータ、指示又は前提条件の信頼性及び正確性を確保することは貴社の責任となります。

BCGは多様性が卓越した結果に繋がると確信します。BCGは世界各国のスタッフの中からその性別、人種、宗教にかかわらず、最適なコンサルタントを選任することをポリシーとします。このポリシーに抵触するようなコンサルタント選任に関する制限は承認致しかねます。

BCGは、市場取引に関するフェアネス・オピニオン若しくはヴァリュエーション、又は法律、会計、税務に関する助言は提供致しません。これらの分野においては、貴社において独自に専門家と契約して頂くものとします。

貴社のご指示により、BCGが他の専門家と共同作業する場合、全当事者が業務に関するそれぞれの責任の所在を明確に認識できるよう、前もって詳細に話し合いをさせて頂きます。また、BCGは、他の共同作業者が行った業務について責任を負わないものとします。

BCGは貴社へのコンサルティング業務の品質のさらなる向上のため、貴社との継続的かつオープンな対話が重要と考えております。 BCGのコンサルティングの品質、改善要望、満足度等について、いつでもご意見をお寄せ下さい。また、BCGとしても業務終了後に ご意見をお伺いする場合があります。さらに、業務終了後、6ヶ月ないし9ヶ月後において、BCGの助言の実施状況のレビューを お願いすることもあります。

BCGでは過去1年以内にBCGと仕事をしたクライアントから、そのクライアントに相談なしにスタッフをリクルートすることはしておりません。 貴社も同様の行為を控えるものとします。なお、新聞、業界紙、その他の一般のメディアによる求人広告に応じた場合は、この 制限の対象には含まれません。

以上の弊社の基本方針に関してご質問がある場合、BCGの貴社担当パートナーが対応させて頂きます。貴社とお仕事ができることを楽しみにしております。

