

# DB年金アンケート 調査結果



アセットオーナーは運用の高度化に向けて  
何を指すべきか？



RUSSELL INVESTMENTS RESEARCH

# DB年金アンケート調査結果

## アセットオーナーは運用の高度化に向けて何を指すべきか？

DB年金アンケート調査結果（ラッセル/オルインWeb実施）をもとに

谷口 和歌子、トータル・ポートフォリオ・ソリューション本部 コンサルティング部  
エグゼクティブ コンサルタント、コンサルティング部長

近年、アセットオーナーに対する規制が強化され、企業年金の受益者保護やガバナンス強化が求められている。2024年8月には「アセットオーナー・プリンシプル」が公表され、2025年1月には受託者責任ガイドラインの改訂が行われた。これらの動きは、DB年金に対して受益者利益の重視とガバナンスの高度化を求めるものである。企業年金におけるアセットオーナー・プリンシプルへの対応方針や運用課題を把握するため、弊社はオルインWebと共同で2024年10月～11月にDB年金向けアンケート調査を実施した。本稿では、この調査結果をもとに、DB年金における運用高度化への対応について考察する。

## はじめに

日本の企業年金制度は、大きな変革の時を迎えています。**2024年のアセットオーナー・プリンシプル**や**2025年の受託者責任ガイドラインの改訂**など、ガバナンスの強化や透明性向上、より高度な運用が求められる動きが加速しています。同時に、年金基金を取り巻く投資環境もますます複雑化しており、持続的なインフレやESG要件の進化、オルタナティブ投資の活用拡大といった新たな課題への対応が不可欠になっています。

私たちが**オルインWebと共同で実施したDB年金調査**では、企業年金が直面する最も深刻な課題の一つとして、**限られた内部リソースが浮き彫り**になりました。回答者の半数以上が**30億円未満の資産を運用**しており、多くのケースで運用管理は**兼務の担当者1名または少数のチーム**に依存しています。このような状況では、市場環境の変化に対応し、適切なリスク管理を行いながら持続可能な投資戦略を維持することが難しくなります。

今後、日本の企業年金が持続可能な発展を遂げるためには、**内部のスキル向上**とともに、**外部の専門家との戦略的な連携**を積極的に取り入れることが鍵となります。64%の年金基金が、**運用コンサルタントやOCIO（アウトソース型CIO）ソリューション、専門アドバイザーの活用**を検討しており、これらのリソースを活用することで、最新の投資知見を取り入れ、運営の効率性を向上させることが可能になります。

本レポートは、これからの年金運用における課題と機会を整理したものです。本レポートが、日本の企業年金にとって**持続可能で先進的な投資戦略を構築するための一助**となることを願っています。



金武 伸治

執行役員トータル・ポートフォリオ・ソリューション本部長

# 目次

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 回答者の属性.....                | 5  |
| アセットオーナー・プリンシプルへの対応方針..... | 7  |
| 資産運用における課題.....            | 9  |
| 外部リソースの活用について .....        | 11 |
| まとめ .....                  | 13 |



**谷口 和歌子**

トータル・ポートフォリオ・ソリューション本部 コンサルティング部

エグゼクティブ コンサルタント、  
コンサルティング部長

本レポートに掲載されている情報の出所は、特に明記されていない限り、ラッセル・インベストメントです。また各図表はアンケートを実施した2024年10月～11月時点のデータです。四捨五入の関係上、合計が100%にならない場合があります。

# DB年金アンケート調査結果



9割以上の回答者が「アセットオーナー・プリンシプル」を理解し、対応を検討中であり、大規模DB年金では受け入れに向けた検討が進んでいる。



資産運用に関して最も重要な課題は「スチュワードシップ活動」、「モニタリングとリスク管理」、「ステークホルダーへの情報開示」であった。



多くのDB年金が運用開始後のポートフォリオ管理に対して課題を感じていることが明らかとなった。複数の運用商品のモニタリングや管理に加えて、ポートフォリオ全体のリスクやパフォーマンスの適切な管理を行うことは複雑なプロセスになる傾向があることが背景にある。



各DBが受益者に対して年金制度/資産運用の方針や運営状況についてより分かりやすい開示を行い、理解を促していくことの重要性は増していくだろう。



全体として「分散投資」を課題に挙げた回答は少なかったが、資産規模別に見ると、1,000億円未満のDB年金では選択割合が5~10%に留まる一方で、1,000億円超のDB年金では約4分の1が分散投資を課題として捉えていることが分かる。



「適切な運用方法/運用商品の選択」については、特に100億円未満のDB年金では45%と高い割合で選ばれており、場合によっては資産規模の小ささがネックとなり、運用手法/運用商品の十分な分散が困難であったり、運用商品選択に何らかの課題が生じていると考えられる。



多くの年金基金は、ポートフォリオの管理を支援するために、より専門的なスキルを活用する必要があると認識しており、その対応として外部リソースの活用を積極的に検討している。

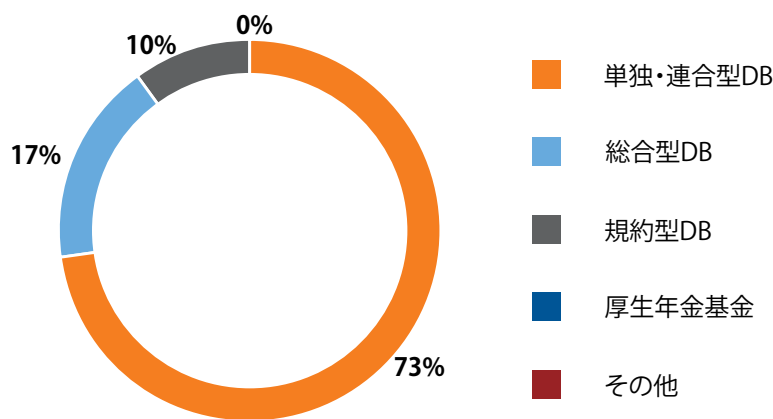
# 回答者の属性

今回のアンケートには合計122件の回答があり、回答者の属性は以下の通りである。主な特徴は、単独・連合型DB年金が73%を占め、資産規模は300億円以下が半数（55%）を占めている点である（図表1、図表2）。また、専任の運用担当者がいない、または1名との回答が多く、担当者が他の業務も兼務しているケースが大半であることが分かる（図表3）。これらの結果は、事務局の人的リソースが限定的で、担当者が交代する際にはスキルの断絶が発生しやすく、運営の安定性に課題を抱える多くのDB年金の傾向を示唆している。

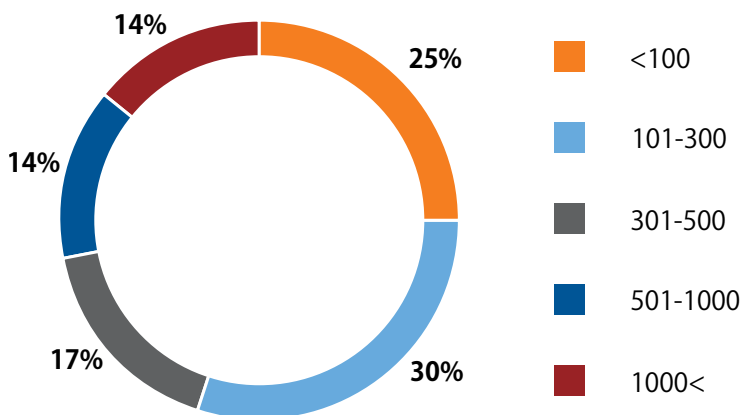
なお、専任の資産運用担当者数を資産規模別に示したものが図表4である。全体的に、資産規模が小さいDB年金では「なし（兼務者のみ）」の割合が高く、100億円未満のDBでは68%を占める。これに対し、1,000億円超のDBでは41%にとどまり、「3名以上」の割合が24%を占めるなど、資産規模によって人的リソースに大きな差がある。

また、より多数のDB年金を対象とする企業年金連合会の「資産運用実態調査結果と解説（2023年度）」によると、集計対象DBの資産規模は300億円以下が全体の7割を占め、資産運用業務に関連する役職員数は兼務を含め1~2名が全体の7割程度となっている。本調査は、資産規模の分布において日本のDB全体と若干異なるものの、事務局の人的リソースなどの点では概ね市場の特性を捉えたものと言える。

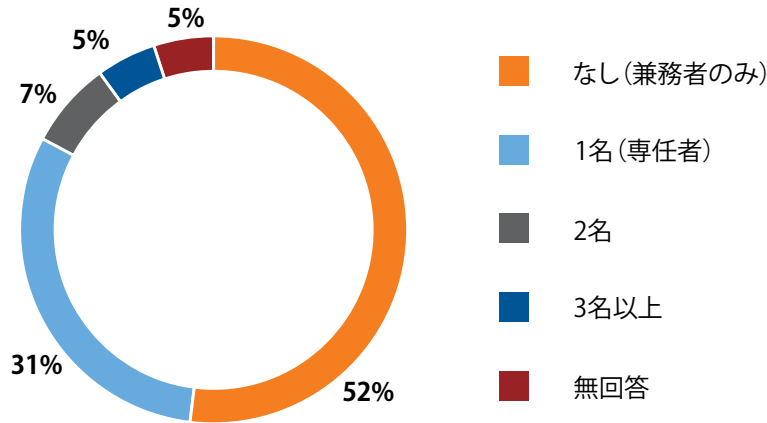
図表1: 回答者の属性 (所属組織の種類)



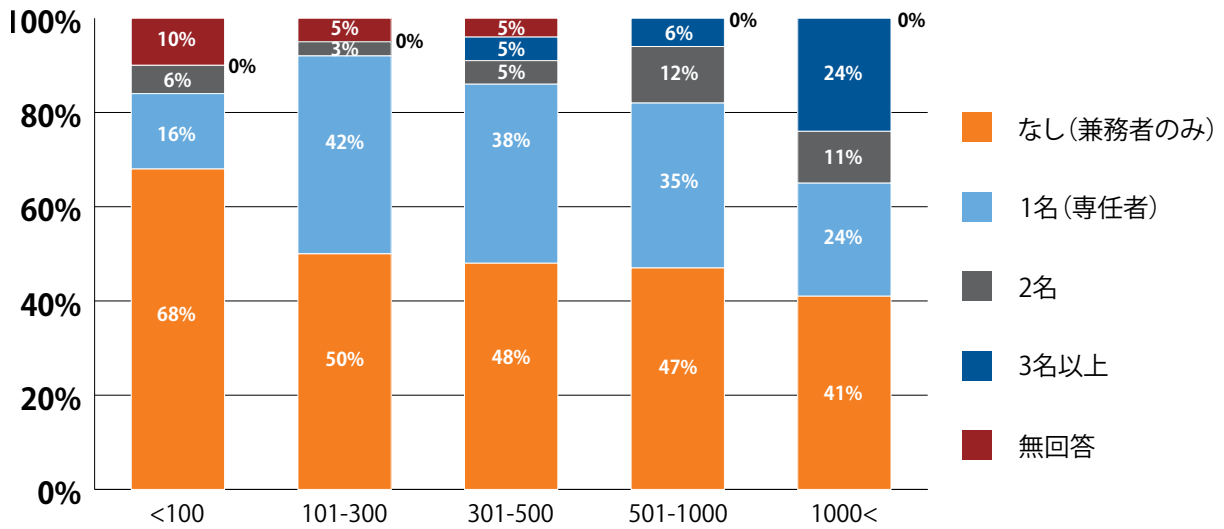
図表2: 回答者の属性 (資産規模: 億円)



図表3：回答者の属性（専任の運用担当者数）



図表4：専任の運用担当者数（資産規模別）



# アセットオーナー・プリンシプルへの対応方針

本アンケートでは、アセットオーナー・プリンシプルの理解度や対応方針について尋た。2024年10月～11月時点で、9割以上の回答者が「十分に理解しており、具体的な対応を検討中」または「ある程度理解しており、対応はこれから検討予定」と回答しており、プリンシプルに対する理解が進んでいることが分かる（図表5）。また、資産規模別に見ると、500億円超のDB年金では「十分に理解しており、具体的な対応を検討中」が半数以上を占め、500億円未満のDB年金では「ある程度理解しており、対応を今後検討予定」が最も多かった（図表6）。

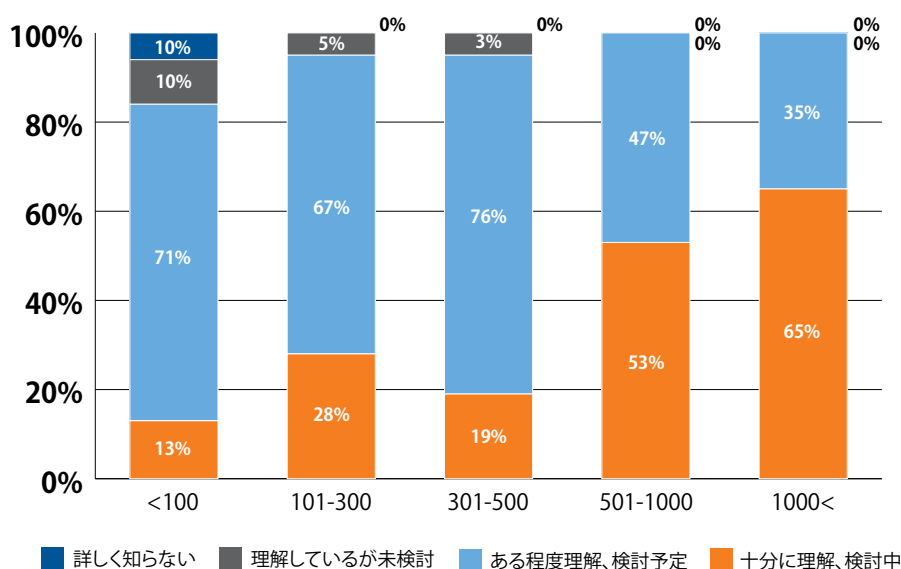
プリンシプルへの理解が進む中、回答者の52%が「プリンシプルを受け入れる方向で検討中」と回答した。受け入れの判断が未定の回答も43%に上るが、「受け入れを見送る方向で検討中」との回答は4%に過ぎなかった（図表7）。資産規模別に見ると、100億円未満のDB年金では受け入れを検討中の割合が35%にとどまる一方、100億円超～1,000億円未満では50～60%、1,000億円超では約70%が受け入れを検討中と回答しており、大規模DB年金を中心に受け入れの検討が進んでいる様子が伺える（図表8）。

9割以上の回答者が「アセットオーナー・プリンシプル」を理解し、対応を検討中であり、大規模DB年金では受け入れに向けた検討が進んでいる。

図表5:アセットオーナー・プリンシプルの理解度

| AOPの理解度     | 回答数 | 比率   |
|-------------|-----|------|
| 十分に理解、検討中   | 38  | 31%  |
| ある程度理解、検討予定 | 76  | 62%  |
| 理解しているが未検討  | 6   | 5%   |
| 詳しく知らない     | 2   | 2%   |
| 全く知らない      | 0   | 0%   |
| 合計          | 122 | 100% |

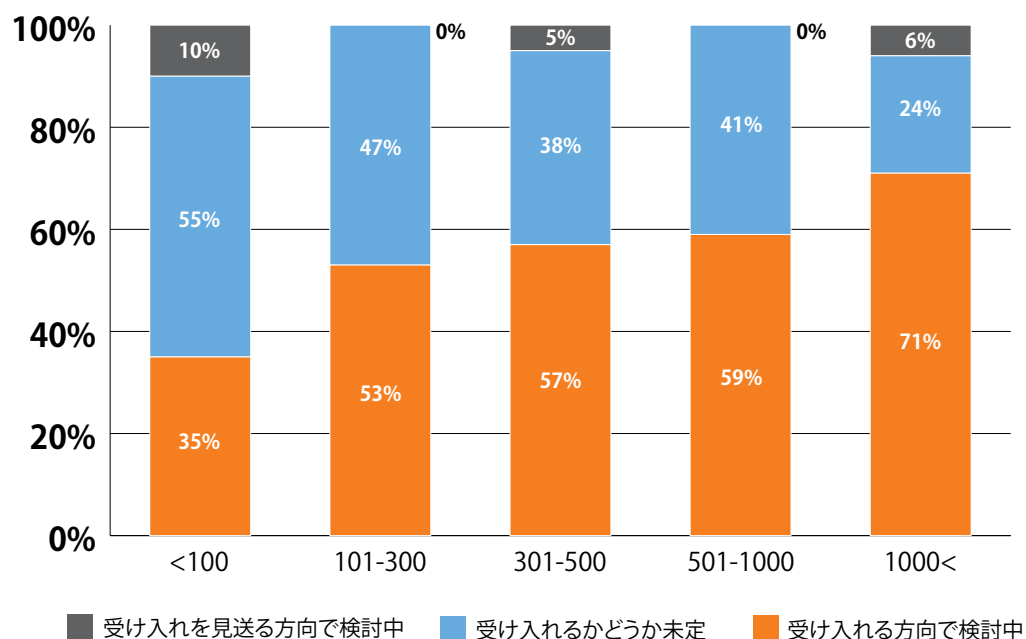
図表6:アセットオーナー・プリンシプルの理解度（資産規模別）



図表7:アセットオーナー・プリンシプルへの対応方針

| AOPへの対応        | 回答数 | 比率   |
|----------------|-----|------|
| 受け入れる方向で検討中    | 64  | 52%  |
| 受け入れるかどうか未定    | 53  | 43%  |
| 受け入れを見送る方向で検討中 | 5   | 4%   |
| 合計             | 122 | 100% |

図表8:アセットオーナー・プリンシプルへの対応方針 (資産規模別)



図表9:アセットオーナー・プリンシプルを受け入れる理由

| AOP受け入れ理由    | 回答数 | 比率  |
|--------------|-----|-----|
| 趣旨に賛同・共感     | 16  | 25% |
| 自社/基金に有益     | 17  | 27% |
| 日本にとって有益     | 14  | 22% |
| 他DBも受け入れるため  | 20  | 31% |
| 母体企業からの要請    | 1   | 2%  |
| 公的年金も受け入れるため | 6   | 9%  |
| 反対する理由なし     | 42  | 66% |
| その他          | 4   | 6%  |

# 資産運用における課題

本アンケートでは、DB年金におけるアセットオーナー・プリンシプルへの取り組み方針に加え、資産運用における課題認識についても尋ねた。具体的には、年金資産運用プロセスに関する複数の領域（ガバナンスと意思決定、分散投資、適切な運用方法/運用商品の選択、モニタリングとリスク管理、ステークホルダーへの情報開示、スチュワードシップ活動）のうち、改善が必要と考える項目を選んでもらった。

結果として、最も多く選ばれた課題は以下の通りであった（図表10）：

- ・ スチュワードシップ活動（50%）
- ・ モニタリングとリスク管理（39%）
- ・ ステークホルダーへの情報開示（38%）

特に「スチュワードシップ活動」については、企業年金によるスチュワードシップ・コードの受け入れ件数が限られる中、アセットオーナープリンシプル（原則5）においてスチュワードシップ活動が要請されたこと、企業年金連合会による「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の設立の影響もあり、DB年金関係者の課題認識が高まったと考えられる。

資産運用に関して最も重要な課題は「スチュワードシップ活動」、「モニタリングとリスク管理」、「ステークホルダーへの情報開示」であった。

「モニタリングとリスク管理」への関心の高さについては、ポートフォリオ運営プロセスの上流部分にあたる「分散投資（9%）」や「適切な運用方法/運用商品の選択（25%）」の選択割合が低かったのとは対照的であり、多くのDB年金が運用開始後のポートフォリオ管理に対して課題を感じていることが明らかとなった。この背景には、複数の運用商品のモニタリングや管理に加えて、ポートフォリオ全体のリスクやパフォーマンスの適切な管理を行うことは複雑なプロセスになる傾向があり、この点が課題として強く認識されていると考えられる。

「ステークホルダーへの情報開示」については、2023年12月に公表された「資産運用立国実現プラン」に基づき、厚生労働省が各DBの運用状況の公開に向けた検討を進めていることが、企業年金関係者の課題認識を高めたと思われる。厚生労働省による情報公開の内容は現時点で確定していない模様だが、同省による一律の情報公開とは別に、各DBが受益者に対して年金制度/資産運用の方針や運用状況についてより分かりやすい開示を行い、理解を促していくことの重要性は増していくだろう。

一方、上位で選ばれた課題項目に対する回答結果を資産規模別に見ると、いくつかの異なる課題が浮かび上がる。例えば、全体として「分散投資」を課題に挙げた回答は少なかったが、資産規模別に見ると、1,000億円未満のDB年金では選択割合が5~10%に留まる一方で、1,000億円超のDB年金では24%が分散投資を課題として捉えていることが分かる。なお、自由記入欄にはオルタナティブ投資に関する記述も散見され、大規模DBほどオルタナティブ投資に積極的に取り組む傾向が見られる中<sup>1</sup>、分散投資を行うべきオルタナティブ投資の範囲や、低流動性資産に対する配分比率の在り方など、オルタナティブ投資を含む分散投資に関する課題意識が表れる結果となった。

また、「適切な運用方法/運用商品の選択」については、全体の選択割合は25%とやや低いものの、特に100億円未満のDB年金では45%と高い割合で選ばれており、資産規模の小ささがネックとなり、運用手法/運用商品の十分な分散が困難であったり、個別の運用商品選択に何らかの課題が生じていると考えられる（図表11）。

これらの結果から、DB年金の資産規模に応じて課題認識には差異があり、またスチュワードシップ活動やモニタリングとリスク管理は規模に関わらず多くのDB年金で重要視されていることが分かった（図表12）。

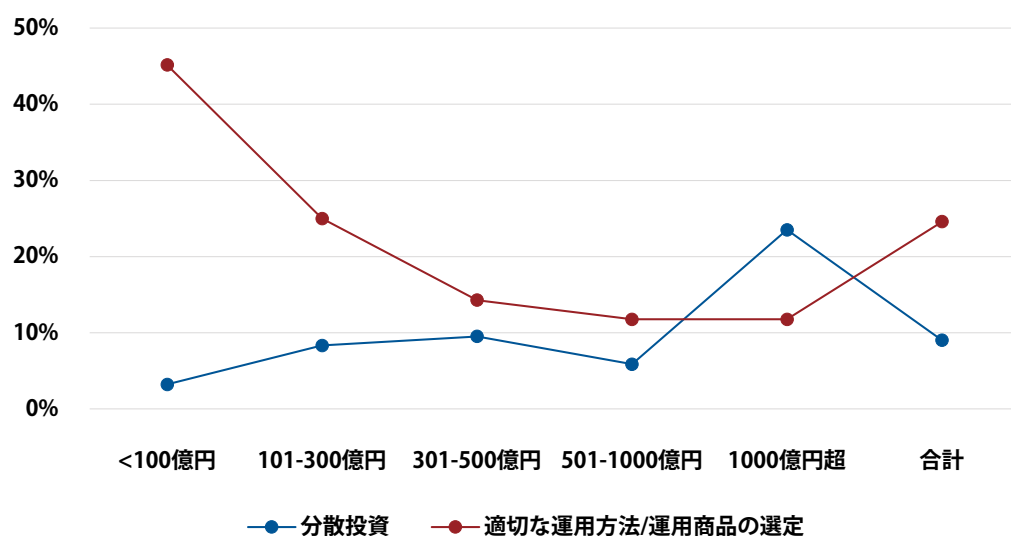
<sup>1</sup> 企業年金連合会「資産運用の実態調査結果と解説（2023年度）」によると、確定給付型年金（単連型）の平均的な資産構成割合に占める「ヘッジファンド」「その他」の比率は、1,000億円以上ではそれぞれ5.3%、16.3%であるのに対し、100-200億円ではそれぞれ3%、11.2%であり、DB年金間でも資産規模に応じてオルタナティブ投資への取り組み状況に差異が見られる。

資産運用に関して最も重要な課題は「スチュワードシップ活動」、「モニタリングとリスク管理」、「ステークホルダーへの情報開示」であった。

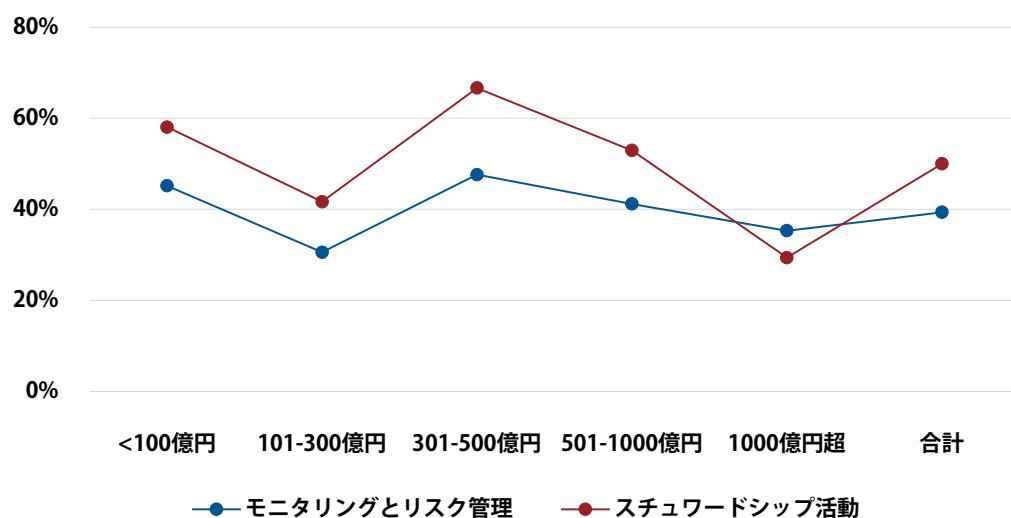
図表10:改善が必要な分野

| 改善が必要な分野        | 回答数 | 比率  |
|-----------------|-----|-----|
| ガバナンスと意思決定      | 24  | 20% |
| 分散投資            | 11  | 9%  |
| 適切な運用方法/運用商品の選定 | 30  | 25% |
| モニタリングとリスク管理    | 48  | 39% |
| ステークホルダーへの情報開示  | 46  | 38% |
| スチュワードシップ活動     | 61  | 50% |
| 特にない            | 20  | 16% |

図表11:改善が必要な分野として「分散投資」「適切な運用方法/運用商品の選定」を選択した割合(資産規模別)



図表12:改善が必要な分野として「モニタリングとリスク管理」「スチュワードシップ活動」を選択した割合(資産規模別)



# 外部リソースの活用について

前項で確認された資産運用における課題について、本アンケートでは今後の対応方針を回答者に尋ねた。多くの年金基金は、ポートフォリオの管理を支援するために、より専門的なスキルを活用する必要があると認識しており、その対応として外部リソースの活用を積極的に検討している。

回答結果(図表13)を見ると、認識する課題に対して主に内部リソースによる対応を予定する割合は22%に留まり、過半数(64%)が外部リソースの活用を前提とした課題解決を目指していることが分かった。

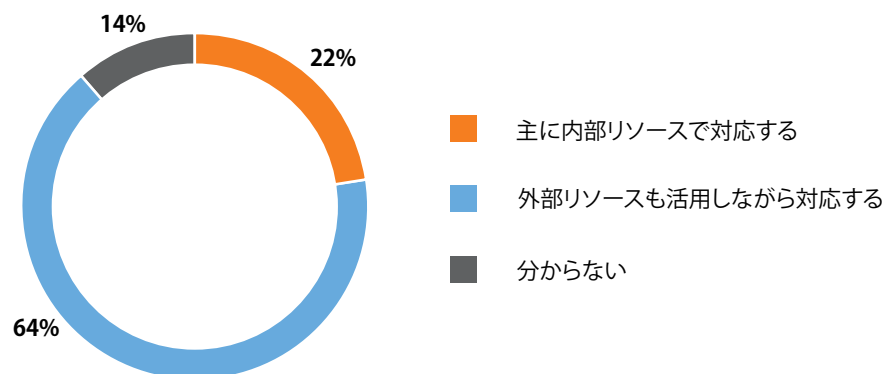
外部リソースの範囲は多岐にわたり、多くのDB年金はニーズに応じて複数の外部リソースを併用すると予想される。具体的には、総幹事(79%)、業界団体(57%)、運用コンサルティング会社(59%)が主要な外部リソースとして選ばれた。一方、運用機関への運用委託(9%)やOCIO(4%)の検討も増えており、これは以前には見られなかった新たな傾向である(図表14)。

また、この回答を資産規模別に見ると(図表15、図表16)、外部リソースの利用傾向に顕著な差が見られた。総幹事や業界団体の利用を想定する割合は、資産規模に関係なく高く(それぞれ6~8割、5~7割)、広く検討されていることが分かる。一方、運用コンサルティング会社の利用に関しては、100億円未満のDB年金では20%未満に留まるのに対し、1,000億円超のDB年金では約8割が利用を検討しており、規模間の差が顕著である。

前述の通り、大規模DB年金では、オルタナティブ投資やポートフォリオ構築に関する課題意識が強く、この分野への対応として運用コンサルティング会社の利用や、オルタナティブ投資専門のゲートキーパーの活用ニーズが潜在的に高いと考えられる。また、運用機関やOCIOの利用についても、500億円以下のDB年金で一定の需要があることが示されており、中小規模DBにおいては運用方法や商品選定の課題を解決するために、資産横断的な運用委託やOCIOを活用するニーズが浮かび上がっている。

課題解決のため、資産規模に応じた外部リソースの選択が進んでいる。

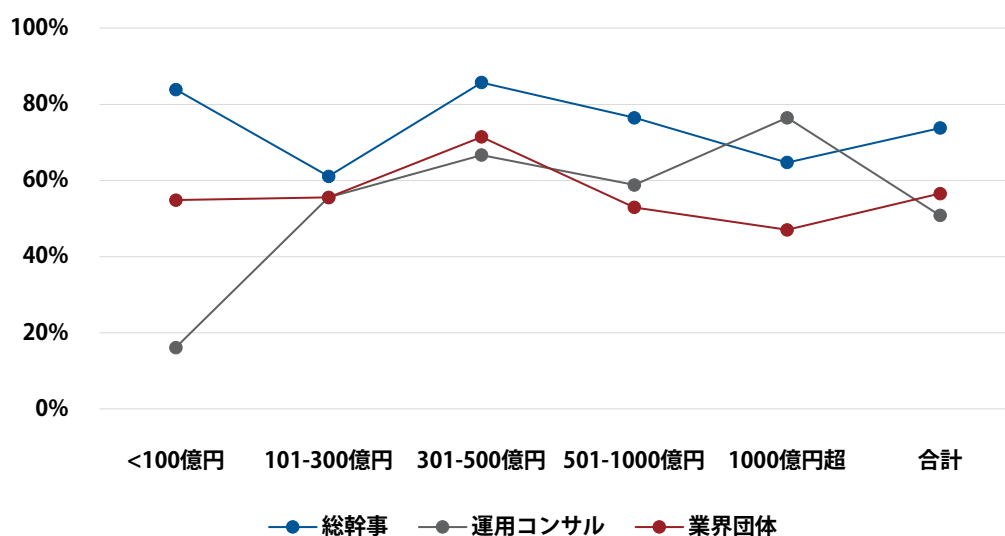
図表13: 改善が必要な分野への対応方法



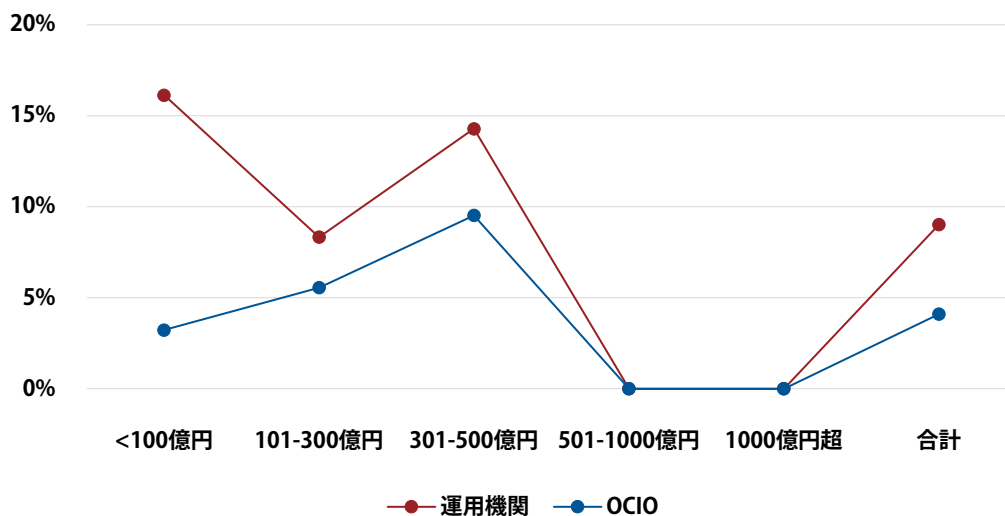
図表14: 利用を想定する外部リソース

| 利用する外部リソース             | 回答数 | 比率  |
|------------------------|-----|-----|
| 総幹事によるサポート             | 90  | 74% |
| 運用コンサルティング会社           | 62  | 51% |
| 業界団体(企業年金連合会など)による情報提供 | 69  | 57% |
| 運用機関への運用委託             | 11  | 9%  |
| OCIO(資産運用のアウトソース)      | 5   | 4%  |
| 外部サービスは検討していない         | 12  | 10% |
| その他                    | 2   | 2%  |

図表15: 総幹事、運用コンサルティング会社、業界団体の利用を想定する割合(資産規模別)



図表16: 運用機関やOCIOの利用を想定する割合(資産規模別)



# まとめ

ここまでDB年金に関するアンケート調査結果を基に、アセットオーナー・プリンシプルへの反応や、運用における課題認識、そしてニーズについて整理してきた。今後、DB年金は運用の高度化を目指して具体的に何を指すべきだろうか。

弊社では、今後の取り組み事項として「監督機能/意思決定の強化」と「運用執行の強化」が鍵を握ると考えている（図表17）。

**監督機能/意思決定の強化** 多くのDB年金では、法令やガイドラインに沿ったガバナンス体制や意思決定プロセスを整備している。しかし、今回のアンケート結果ではガバナンスに関し、「関係者の運用知識の確保/向上」を課題として挙げる回答が一定数見られた。このため、特にインフレ環境への対応を迫られる局面（年金給付設計の変更や運用目標の再考等）においては、運用担当者のみならず、代議員会や理事会、資産運用委員会などDB関係者の年金制度や資産運用に関する知識の向上がますます重要となる。

また、DB年金は少数の担当者によって運営されることが多く、オルタナティブ投資など運用内容が複雑化・高度化する中で、担当者の交代により運営の継続性が失われるリスクを抱えている可能性がある。したがって、運営の継続性を確保するためには、運用プロセスや判断基準を明確化し、文書化することが求められる。また、長くつきあえる外部のパートナーを活用することで、これらの課題に対処する選択肢もあるだろう。

**運用執行の強化** 運用執行においては、目指す運用内容に対応するため、必要な知見やリソースを確保することが第一のステップである。特に、オルタナティブ投資やアクティブ戦略といった複雑で高度な運用を目指す場合、求められる知見やリソースの水準は高くなる。仮に内部でこれらを継続的に確保することが難しい場合、外部リソースを活用する選択肢が有力となる。外部リソースを活用することで、内部リソースの制約を超え、オルタナティブ投資などによるリターン・リスク効率向上の効果を享受することができる。

さらに、機動性の確保や質の高い投資判断など、運用業務のより効率的な執行を目指す場合には、組織内外で「最も知見を持ち、適切かつ効率的に実行できる担当者」を特定し、その役割を明確化することが重要である。この検討の結果、DB年金内部において資産運用担当者（事務局）への権限委譲が進む可能性もある。

なお、外部リソースを選定する際には、「最も知見を持ち、適切かつ効率的に実行できるか」が判断基準となるが、リターン・リスク・コストにおける優位性などの定量基準や、最適な運営を維持するための利益相反の管理といった客観的な基準などの裏付けも重要である。

**今後の運営シフト** 従来、DB年金は「安定的なリターン追求」を目指して運用に取り組んできた。しかし、近年のインフレ環境や受益者への説明責任の高まりを受け、今後はより「効率的なリターン追求」にシフトすることが求められるだろう。具体的に意識すべき点として、リターン拡張に加え、精緻なリスク低減策や、運用報酬、取引コストなど多様なコストの抑制策を検討することで、リスク当たりのリターン獲得の効率性を高めることが重要である。これらの取り組みを通じ、長期的に実質価値ベースで安定した給付を受益者に提供することが、DB年金の新たな目標となるだろう。

多くのDBでは複雑な運用内容に対応するため、内部で必要な知見やリソースを確保することが求められており、外部からのリソース調達も有力な選択肢となる。

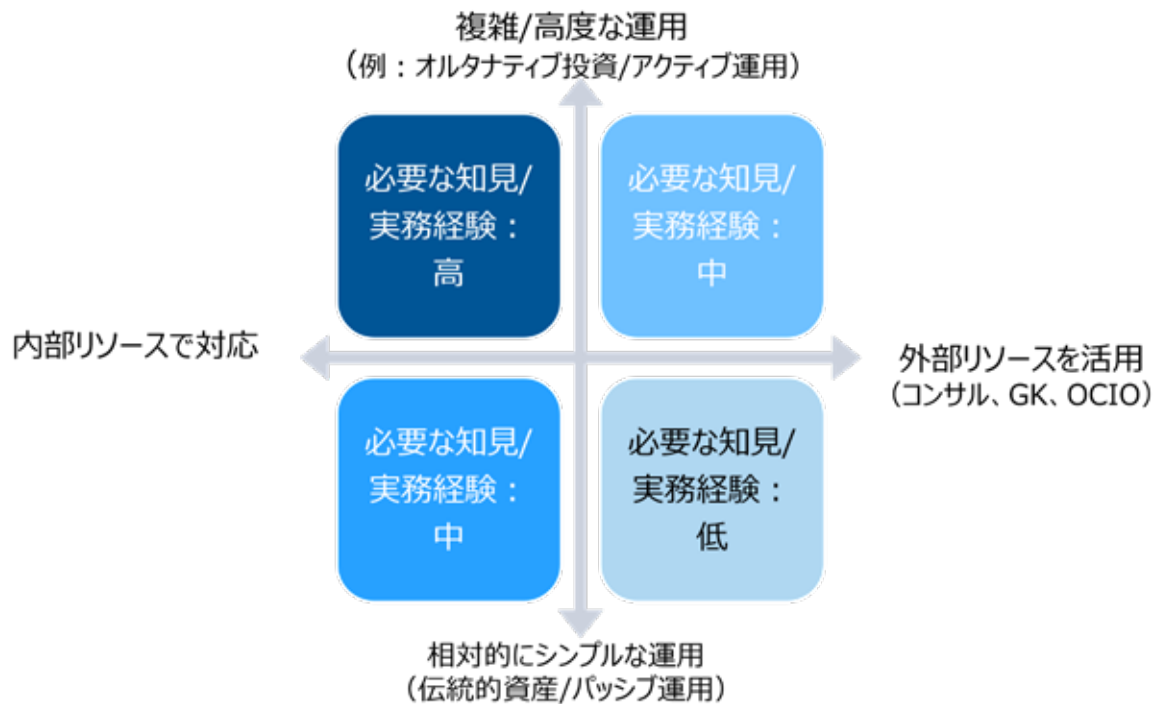
図表17:運用の高度化に向けた取り組み



・ インフレ環境や受益者への説明責任が高まる中、運用力の向上は必須に  
 ・ 「安定的なリターン追求」から「効率的なリターン追求」への転換、それを支える運用ガバナンスの強化

上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。  
 出所：ラッセル・インベストメント

図表18:DB内部で保有すべき知見/リソースのイメージ (目指す運用内容と外部リソースの活用度合いに応じて変化)



(イメージ図)  
 出所：ラッセル・インベストメント



お問い合わせ先  
機関投資家営業部

03-6203-0280

Email: [Tokyo-RIJ@russellinvestments.com](mailto:Tokyo-RIJ@russellinvestments.com)



## ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

<https://www.russellinvestments.com/jp>

COPYRIGHT ©2024. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

ラッセル・インベストメントは世界中の拠点を通じて事業を展開しています。当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメント グループの会社の総称です。ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツ・マネジメント・エル・ピーおよび相当の少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ・エル・ピーから構成されています。ラッセル・インベストメントの特定の従業員およびハミルトン・レーン・アドバイザーズ・エル・エル・シーもまた、少数非支配持分所有者です。フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメント グループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメント グループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。当資料は、一般的な情報の提供を目的としており、特定の運用商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においても遠慮ください。