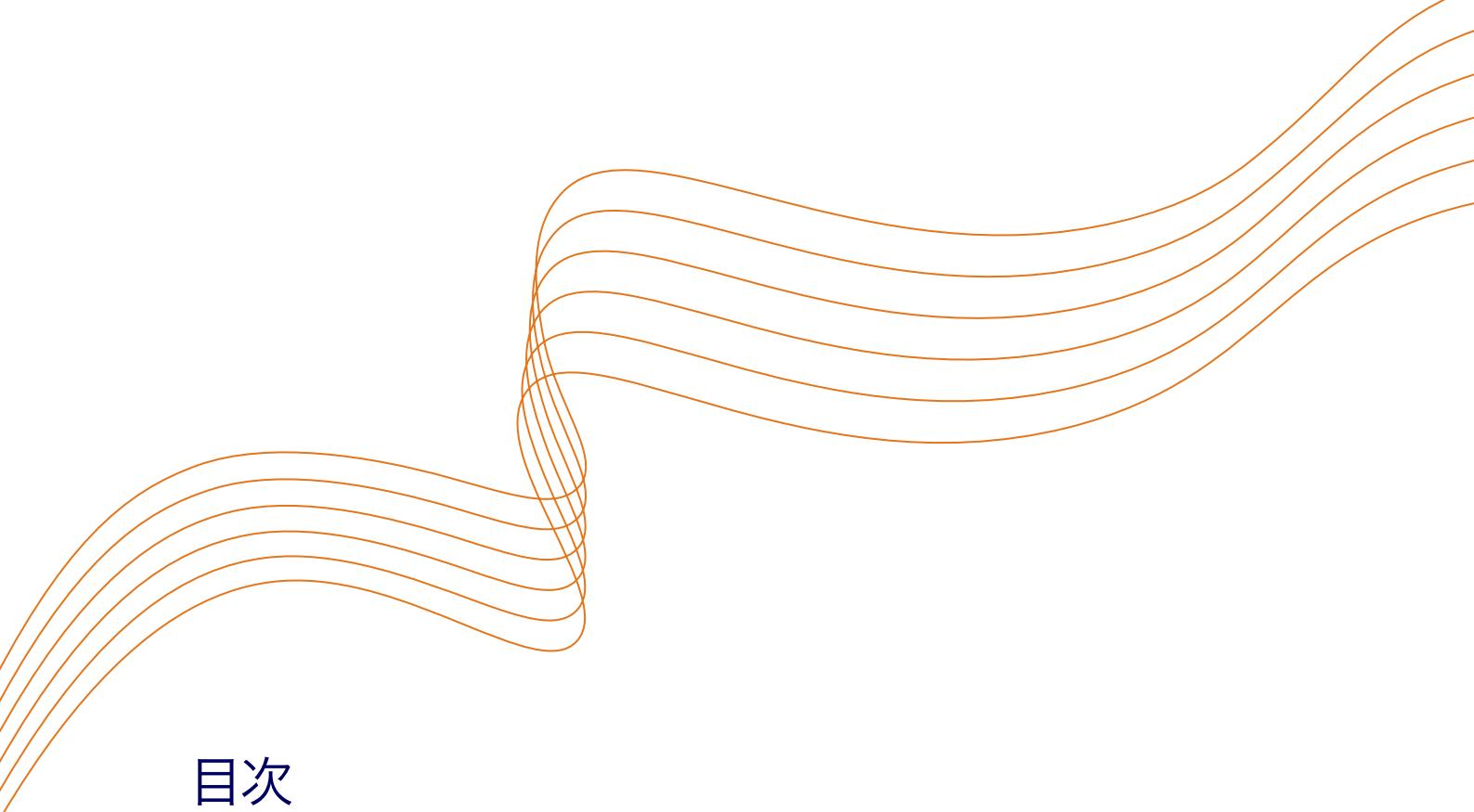


2025 DB年金アンケート調査結果

運用体制・管理体制の現状と今後の課題

J-MONEY
機関投資家・金融プロフェッショナルのための



目次

調査概要	3
はじめに	4
回答者の属性	6
運用体制における課題	7
管理体制における課題	10
まとめ	13

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2025年9月～10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。



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長
エグゼクティブ コンサルタント



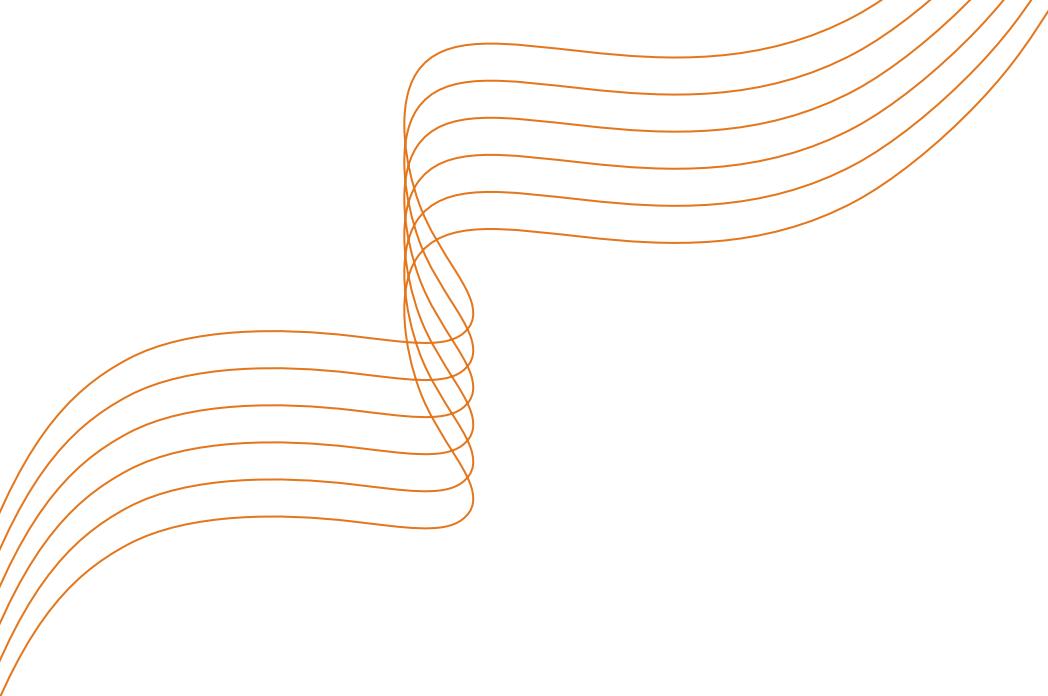
高橋 克典

トータル・ポートフォリオ・ソリューション本部
TPSコンサルティング部長
シニア コンサルタント

調査概要

制度改革と市場変化が交錯する中で、企業年金を取り巻く環境は大きな転換期を迎えている。2024年の「アセットオーナー・プリンシブル」公表および2025年1月の受託者責任ガイドライン改訂を背景に、アセットオーナーにはガバナンスの実効性や運用の高度化、透明性の向上が一層求められている。

ラッセル・インベストメントはJ-Moneyと共同で、確定給付企業年金(DB年金)の運用体制および管理体制に関するアンケート調査を2025年9月~10月に実施した。本調査では、分散投資、モニタリング、リスク管理、情報開示、スチュワードシップ活動などに関する現状と課題を明らかにし、今後の企業年金運営に向けた課題と示唆を整理する。



はじめに

企業年金を取り巻く運用高度化の状況は進展を続け、運用に関わるさまざまな高度化がより実務的な観点で問われるようになってきました。ガバナンスの枠組みを整えるだけでは不十分であり、いかに実践的かつ継続的に機能させ、受益者に対して透明性のある形で説明していくかが重要なテーマとなっています。

今回の調査では、企業年金が抱える具体的な課題が鮮明になりました。分散投資や運用商品の選定といった基本的なプロセスは一定の成熟が見られる一方、複数の運用機関からの情報を統合し、ポートフォリオ全体を横断的に把握するモニタリングやリスク管理の領域では、依然として多くの企業年金が課題を感じています。また、ステュワードシップ活動や情報開示に関しても、受益者からの理解と信頼を得るために工夫が求められるなど、従来以上に発信力と説明力が問われる局面にあります。

こうした環境の変化を踏まえると、企業年金には、限られたリソースの中で効率的かつ実効的に運用体制を機能させる工夫が不可欠です。個別の運用商品に注目するだけでなく、ポートフォリオ全体を俯瞰した投資判断と行動を可能にする体制へと進化せざるを得ません。その際には、データやデジタル技術の活用に加え、外部の知見を取り入れながら、内部体制と外部支援を両立させていくことが鍵となります。

本レポートが、今回の調査結果を踏まえて、企業年金の皆さまが自らの運用体制を見つめ直し、より実務に根差したガバナンス強化に取り組む際の一助となれば幸いです。



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



運用体制は実践段階へ

回答者の多くがガバナンスや運用体制を一定程度整備できていると評価する一方で、46%が複数の運用報告の非効率性を指摘しており、形式整備から実務運営の強化へと焦点が移りつつある。



最大の課題はモニタリングとリスク管理

33%がリスク・流動性評価に課題、28%が横断的モニタリングの難しさを回答。全体最適への意識が高まる。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。



分散投資は“量”から“質”へ

資産クラスや運用手法の分散は進んでいるものの、過分散や最適構成への不安を指摘する声が目立つ。特にオルタナティブ投資の比率や活用方法に関する課題意識が大規模基金を中心に高まっている。



ガバナンスの実効性が焦点

形式的な意思決定体制を整えている基金が多い一方で、関係者の知識継承や議論の深度に課題を感じる回答が多かった。制度的整備から、実質的なガバナンス運営への転換が求められている。



情報開示とスチュワードシップ活動の強化

受益者への説明責任を重視する回答が増加。情報開示における「分かりやすさ」や「指標の統一性」が課題として挙げられた。また、スチュワードシップ活動では協働モニタリングへの参加意欲が高まるなど、活動の効率化と可視化が進みつつある。



外部リソース活用の拡大

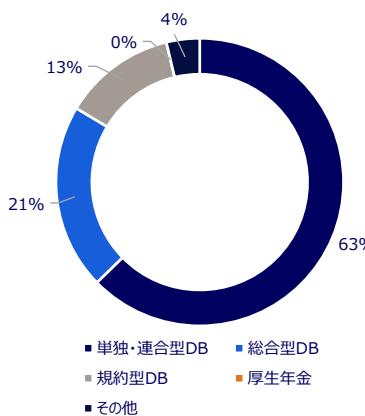
50%の基金が外部リソースの支援を「良い」または「非常に良い」と評価。専任担当者が少ない中小規模基金を中心に、外部の専門知見を取り入れる動きが加速している。単なる委託ではなく、協働を通じた知見・効率・統制の強化が進んでいる。



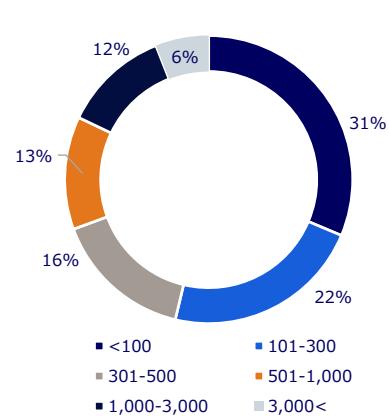
回答者の属性

今回のアンケートには合計134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63%を占め、資産規模は300億円以下が半数(54%)を占めている一方、資産規模が1,000億円以上の回答者の割合が18%と、小規模基金から大規模基金まで幅広く回答を頂いた点である(図表1、図表2)。また、運用担当者が1名(専任者)または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。

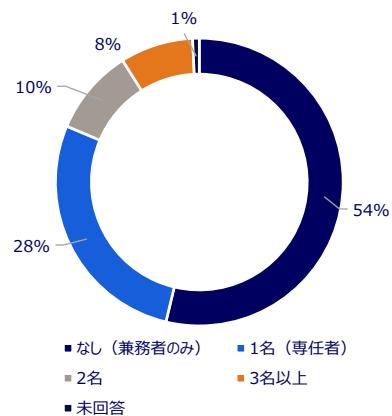
図表1:所属組織の種類



図表2:資産規模:億円



図表3:専任の運用担当者数



2

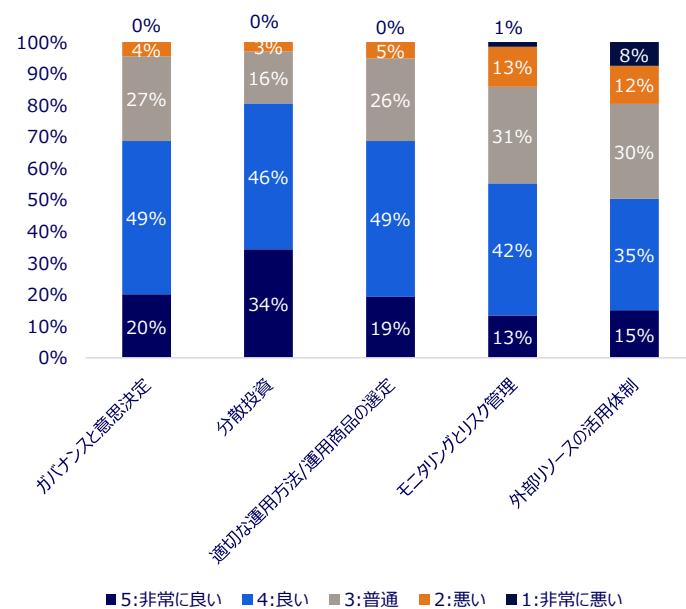
運用体制における課題

本アンケートでは、運用体制における課題認識について尋ねた。まず、現在の運用体制についてどの程度整備・成熟していると考えているか、「ガバナンスと意思決定」、「分散投資」、「適切な運用方法/運用商品の選定」、「モニタリングとリスク管理」、「外部リソースの活用体制」に対し、1-5の5段階で評価してもらった。

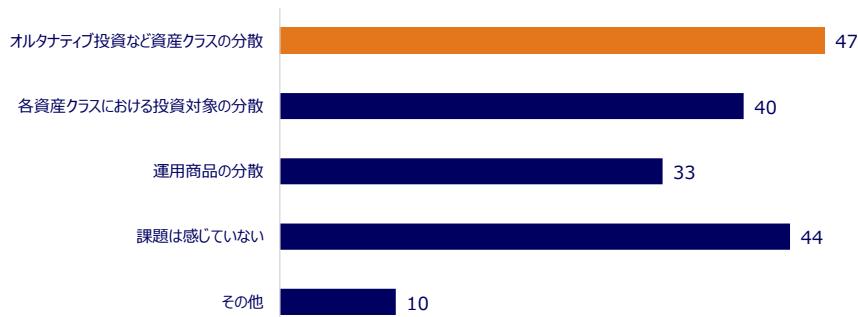
結果として、特に「分散投資」、「適切な運用方法/運用商品の選定」や「外部リソースの活用体制」については「5.非常によい」「4.良い」といった回答が比較的多かった一方、「モニタリングとリスク管理」については「3.普通」「4.悪い」といった回答が比較的多かった（図表4）。

「分散投資」の運用体制に関して「非常に良い」「良い」との回答が多かった一方、どのような課題に直面しているか、について尋ねると、「運用商品の分散」に課題を感じているという回答は比較的少なかった一方、「オルタナティブ投資など資産クラスの分散」といった課題を挙げている回答が多かった（図表5）。また自由回答欄においては、資産規模の制約に係る課題が挙げられており、特にオルタナティブなどにおいて十分な分散が金額的に難しく、また時間的・人財的なリソース不足により分散を図るのが難しいという意見も見られた。また、そもそもどの程度分散すればよいか、さらには分散させているがそれが最適なのか分からず、という意見もあった。これらの回答から読み取れることとしては、運用商品を複数組み合わせるという意味での分散は出来ているとする一方、オルタナティブも含めたポートフォリオの最適化といった分散の「質」についての課題が認識されていると考えられる。つまり、運用商品を積み上げてはいるが、それが本当に最適な組み合わせか、もしくは過分散となってしまい逆に超過収益を毀損していないか、といったように、分散の効果を十分に享受できるポートフォリオとなっているかどうか不安に感じられるアセットオーナーも存在するということであろう。

図表4：運用体制についてどの程度整備・成熟しているか



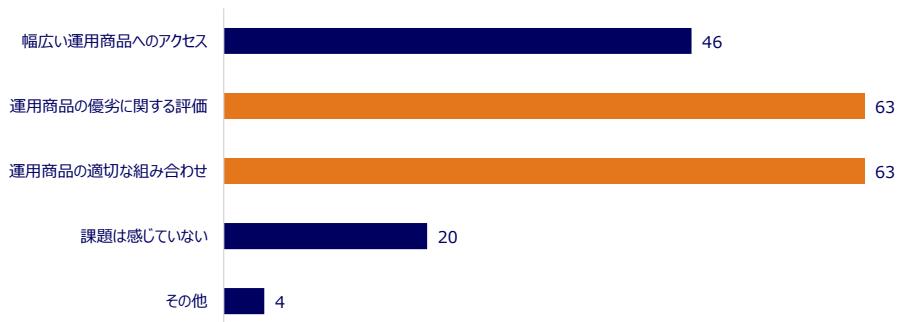
図表5:分散投資ではどのような課題に直面しているか(複数回答可)



「適切な運用方法/運用商品の選定」の運用体制に関しては、「幅広い運用商品へのアクセス」に課題を感じているという回答は比較的少なかった一方、「運用商品の優劣に関する評価」や「運用商品の適切な組み合わせ」に課題を感じているという回答が多かった(図表6)。「分散投資」でも述べたように、複数の運用機関を組み合わせるためのアクセスについては満足している一方、分散の「質」に関わる運用商品の最適な組み合わせやその評価・確信度に対して課題意識があるということであろう。

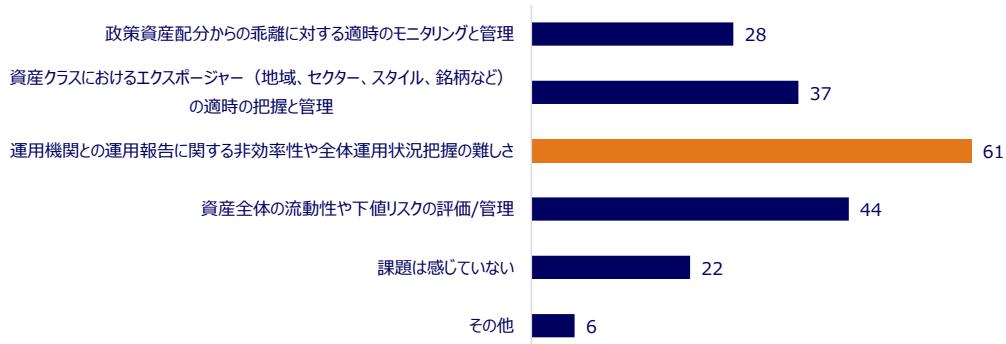
また、運用体制全体を支える仕組みとして「外部リソースの活用体制」に対する評価を尋ねたところ、「非常に良い」「良い」との回答は約半数となった。一方で、「普通／悪い／非常に悪い」との回答も半数を占めることから、外部支援の活用度合いや体制の成熟度には基金間で差があることが示唆される。

図表6:適切な運用方法/運用商品の選定ではどのような課題に直面しているか(複数回答可)



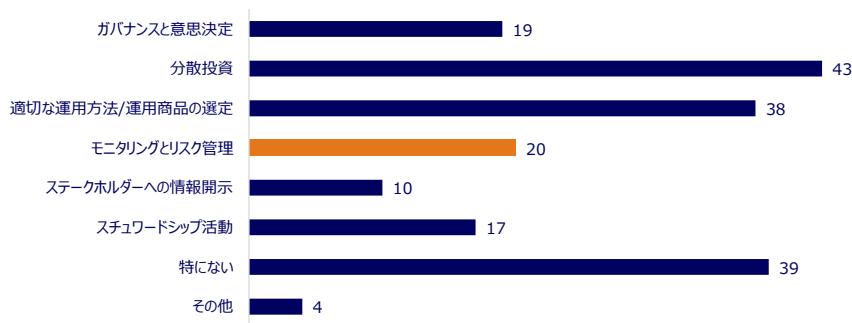
運用体制に対して「3.普通」「4.悪い」といった回答が比較的多かった「モニタリングとリスク管理」については、「運用機関との運用報告に関する非効率性や全体運用状況把握の難しさ」を課題として挙げている回答が多かった(図表7)。「運用機関との運用報告に関する非効率性」という課題に関連して、自由回答欄では運用報告に時間が取られ非効率であるといった意見や、運用報告までのタイムラグが適切な対応への制約となるといった課題も見えた。「全体運用状況把握の難しさ」についても、個別運用商品の評価は出来るが全体を俯瞰した評価が難しいといった課題や、適切なモニタリングの手法が無いため全体のリスクの把握がしにくく適切なバランスが難しいといった課題が見られた。つまり、理想としては、ポートフォリオの状況やリスクを適時かつ全体としてモニタリングし、それが意図しているものと異なるような状況が発生すれば、ポートフォリオ構成の見直しやリバランスといった対応を行うべきであるが、現実的には運用報告の非効率性やタイムラグ、また全体把握の手法が乏しいため、その対応が難しいという現状が浮き彫りとなった。

図表7:モニタリングとリスク管理ではどのような課題に直面しているか(複数回答可)



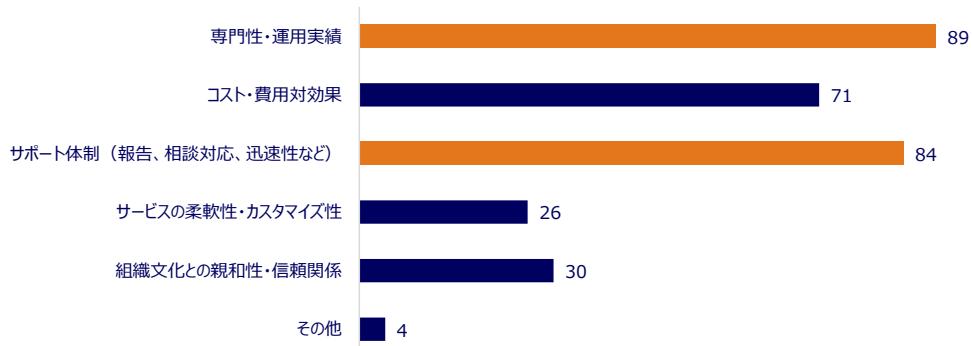
「現在の年金運用について、この1年で改善した分野」について尋ねると、運用体制に関しては「分散投資」や「適切な運用方法/運用商品の選定」を改善したという回答が比較的多い一方、「モニタリングとリスク管理」を改善したという回答は比較的少なかった。前段で述べたように、「分散投資」や「適切な運用方法/運用商品の選定」については現在の運用体制で満足している、課題は感じていないという回答が多くかった一方、「モニタリングとリスク管理」については課題を挙げている回答が多くかったという結果と整合的であった。

図表8:現在の年金運用について、この1年で改善した分野(最大3つまで選択)



最後に、「外部サービスを選定する際に、重視する要素」について尋ねた。特に多かった回答としては、「専門性・運用実績」と「サポート体制（報告、相談対応、迅速性など）」であった（図表9）。外部サービスの範囲は多岐にわたり、年金運用においてはニーズに応じて複数の外部サービスを併用することも考えられる。具体的には、総幹事、業界団体、運用コンサルティング会社、ゲートキーパー、また近年であればOCIOも挙げられるだろう。そういった外部理サービスを活用する際に専門性を求めるることは論を俟たない。特に、外部の運用戦略を組み合わせる年金運用にとって、外部サービスが専門性を持って運用戦略の選定やポートフォリオ構築に対し適切にサポートできるか、また運用プロセスの意思決定の一部のサポートを受けることでもあることから、その運用プロセスにおいてその専門性が発揮できるかどうかも鍵であろう。「サポート体制（報告、相談対応、迅速性など）」については、前述の「モニタリングとリスク管理」で挙げられた課題である適時性や全体把握に関わるものであり、そのような課題認識があるからこそ、課題を解決できるようなサポート体制を求めているという見方もできる。つまり、一つ一つの年金基金の運用目標に合わせた資産構成・運用構成にして、リスク管理やモニタリング、またはレポートингに関して、ポートフォリオ全体として顧客と共にを行うことでサポートできる体制かどうかということであろう。

図表9:外部サービスを選定する際に、重視する要素(最大3つまで選択)





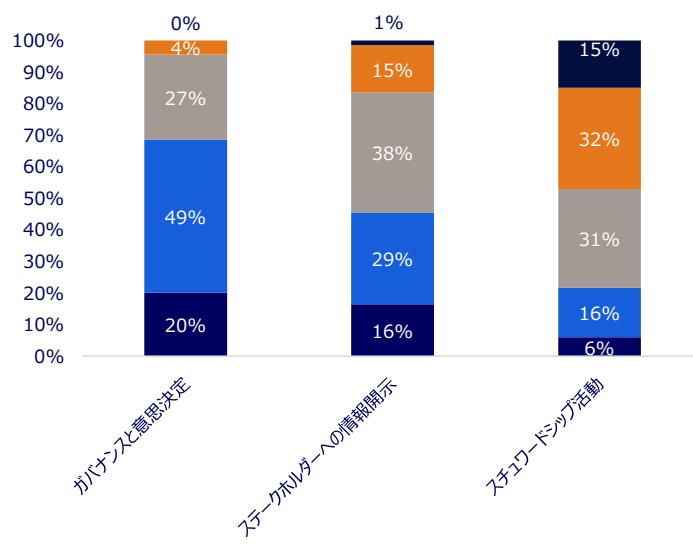
3

管理体制における課題

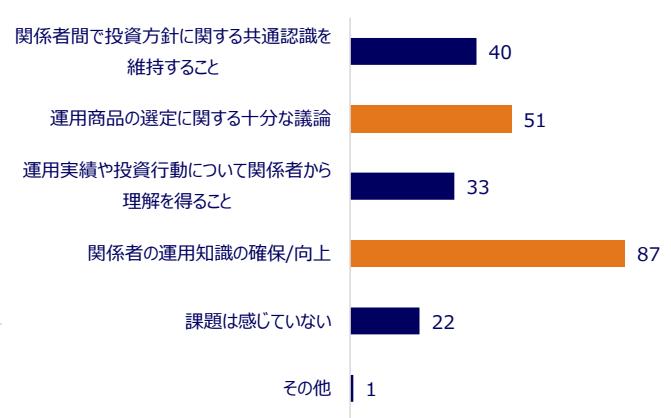
本アンケートではDB年金の運用体制に加え、「ガバナンスと意思決定」「ステークホルダーへの見える化」「スチュワードシップ活動」などの管理体制に対する課題認識についても取り上げ、5段階で評価するよう回答者に求めた（図表10）。

結果を見ると、「ガバナンスと意思決定」については、回答者の約7割が「5.非常によい」「4.良い」を選択しており、「3.普通」を含めると、回答者はほぼ課題を感じていないように見える。しかし、「ガバナンスと意思決定」の課題に関する具体的な質問への回答（図表11）を見ると、「課題を感じていない」を選択する割合が大きく低下し、「関係者の運用知識の確保/向上」「運用商品の選定に関する十分な議論」について、多くの回答者が問題意識を持っている様子が見られた。このように、2つの質問への回答が一見矛盾するように見えるのは何故だろうか？

図表10：管理体制についてどの程度整備・成熟しているか



図表11：ガバナンスと意思決定ではどのような課題に直面しているか
(複数回答可)

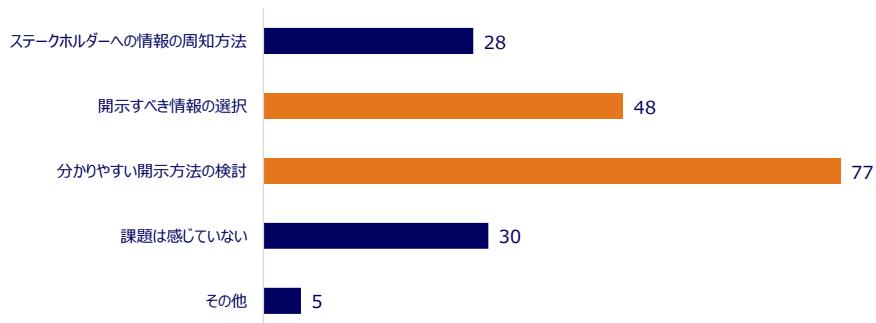


■5:非常に良い ■4:良い ■3:普通 ■2:悪い ■1:非常に悪い

多くのDB年金では、基金型であれば理事会、代議員会や資産運用委員会、規約型の場合でも資産運用委員会など、制度形態や資産規模等に応じ、法令に沿った意思決定体制を構築済みであることが一般的である。この事実をもとに、多くの回答者が「ガバナンスと意思決定」に関する最初の質問に対し「良い」「問題なし」との回答をしたと思われる。しかし、形式的に意思決定体制を整備していても、意思決定プロセスを実効的に運営していくことのハードルは必ずしも低くない。例えば、理事会、代議員会、資産運用委員会などの構成メンバーは人事異動に伴って定期的なメンバー交代が生じやすい。このため、年金制度や資産運用に対するメンバー全員の理解や知識水準を一定に保つことは容易ではないだろう。加えて、近年では多くのDB年金がプライベート資産やヘッジファンド等多様なオルタナティブ投資を積極的に導入しているが、これらの投資は相対的に複雑でポートフォリオ管理の難易度が高く、商品選定や管理の際に求められる専門知識のレベルも高い。この結果、DB関係者間での「運用商品の選定に関する十分な議論」が従来以上に難しくなっていると考えられる。現在の多くのDB年金の「ガバナンスと意思決定」では、目標とするガバナンス体制と現実の間のギャップが広がっている状況と言えるだろう。

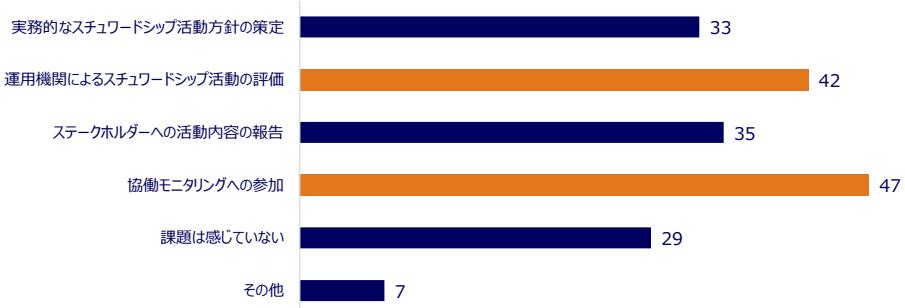
ステークホルダーへの情報開示への評価を尋ねた質問についても、「5.非常によい」「4.良い」「3.普通」を選択する回答者が全体の84%と大多数を占め(図表10)、既に各DB年金のホームページや発行物を通じて受益者向けの情報開示が一般的に行われていることから、特に課題認識はなさそうに見える。しかし、より具体的に課題を尋ねる質問への回答(図表12)では、「分かりやすい開示方法の検討」「開示すべき情報の選択」の割合が「課題は感じていない」を大きく上回り、情報開示の向上策について、DB関係者が強い問題意識を持っていることが分かる。この点については、アセットオーナー・プリンシブルや2025年1月に改訂された厚生労働省の受託者責任ガイドライン(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について(通知))において、「加入者等のための運用の見える化」が明記されたことの影響が大きいだろう。厚生労働省による統合的な情報開示に向けた追加対応のみならず、DB年金関係者が自身による情報開示の重要性を認識し、向上させることに高い関心を持っていることが明らかになった。

図表12:ステークホルダーへの情報開示ではどのような課題に直面しているか(複数回答可)



最後に、「スチュワードシップ活動」への評価について質問した。結果、約半数が「2.悪い」「1.非常に悪い」を選択する一方、「5.非常によい」「4.良い」を選択した回答者は全体の2割程度に留まるなど、スチュワードシップ活動に対するDB年金関係者の自己評価は総じて低いことが明らかになった（図表10）。2014年のスチュワードシップ・コードの策定から10年以上が経過したが、年金基金（公的年金を含む）の受け入れ表明件数は87件（2025年6月末時点）と横ばいが続いているが、特に企業年金への浸透は未だ限定的である。このような状況で、前述のアセットオーナー・プリンシピルによる「スチュワードシップ活動（原則5）」の要請が関係者の当該活動への問題意識を高め、このような回答に繋がったと思われる。折しも、企業年金による効率的なスチュワードシップ活動をサポートする受け皿として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が発足し、運用機関のスチュワードシップ活動に対する「協働モニタリング」が始動する予定である。同協議会には2025年10月末時点で295の企業年金が加入しており、運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリングを効率的に行うことへの企業年金の潜在的なニーズの強さを感じられる。「スチュワードシップ活動」に関する具体的な課題認識を尋ねる質問（図表13）では、「協働モニタリングへの参加」「運用機関によるスチュワードシップ活動の評価」が多く選択されたが、近年の業界内の動向が、これらの回答の背景にあると思われる。

図表13:スチュワードシップ活動ではどのような課題に直面しているか（複数回答可）





まとめ

ここまでアセットオーナーの運用体制アンケート調査結果を基に、運用体制やガバナンス体制における課題認識、そしてニーズについて整理してきた。今後、アセットオーナーは運用の高度化を目指して具体的に何を目指すべきだろうか。今後の取り組み事項として、運用体制と管理体制について弊社は次のように考えている。



運用体制

今回のアンケートで運用体制に対する満足度として、運用プロセスのPDCA (Plan Do Check Act) という観点から見た際、「分散投資」や「適切な運用方法/運用商品の選定」というPlanやDoに係るプロセスについては満足度が高く、「モニタリングとリスク管理」というCheckやActに係る満足度は低いといった結果となった。「モニタリングとリスク管理」については、現在の運用プロセスの非効率性や、体制における限界やノウハウの欠如といった課題認識が見られた。一方、満足度が高い「分散投資」についても質問を掘り下げるとき、資産規模の制約やオルタナティブ資産等の複雑性に係る課題、またどの程度分散させるべきかという分散の「質」に関する課題も見られた。

それらの課題に対して、それぞれの運用プロセスに対する意義について認識することが重要と考える。分散投資については、リターン源泉を多様化することによりポートフォリオのリターン効率性（リスク考慮後のリターン）を上げるという意義があり、ただ考えなしに分散させると過分散となり、マーケットポートフォリオと変わらなくなってしまう。そういう意味で、リターン源泉毎に厳選された確信度が高いファンドを分散させるという考え方もある。それを実現するために、外部運用プロフェッショナルのスキルやリソースを活用することも選択肢となろう。現在では運用コンサルタントの活用に加えて、ファンド・オブ・ファンズやマルチ・マネジャー・ファンド、またゲートキーパーやOCIOなど、様々な外部リソースの活用方法が存在している。モニタリングとリ

スク管理においてもその意義は、ポートフォリオの状況やリスクをモニタリングすることで、変化があった時や意図していたものと異なる場合に、必要に応じてリバランスやポートフォリオ見直しを行うことで、全体最適の状態を維持することにあろう。そのためには、モニタリングやリスク管理の適時性と全体把握が欠かせない。今一度、自身の運用プロセスの体制を再点検し、仮にモニタリングやリスク管理の体制を内部のみで継続的に確保することが難しい場合、外部サービスを活用する選択肢が有力となろう。

外部サービスを活用する際に、今回のアンケートでは「専門性」や「サポート体制」が選定要素として重要視されているという結果であった。前述したように、外部サービスが専門性を持って運用戦略の選定やポートフォリオ構築に対し適切にサポートできるかといった専門性、そして運用プロセスの一部を担うもしくはサポートするという意味におけるサポート体制が鍵となるということであろう。そういう観点では、外部サービスを選定する際に、活用したいサービスの業者としてリソース配分等のコミットメントや、その専門性が発揮できる組織体制となっているか、またサービス提供実績等も参考になるだろう。アセットオーナーは運用プロセスや体制の構築、その結果責任を負っている。そういう重要な意思決定にリソースを割くために外部サービスの積極的な活用が検討できるだろう。



管理体制

ガバナンスや意思決定体制について、今回のアンケート調査からは、多くのDB年金が理事会や資産運用委員会など、組織としての意思決定体制を整備する一方で、関係者の運用知識を維持し実質的な議論を行うことに課題を感じている様子が浮き彫りとなった。前述の通り、オルタナティブ投資が浸透した現在の年金ポートフォリオにおいて、関係者間で商品選定などの実質的な議論を行うハーダルは益々高くなっている。この課題への対応としては、関係者の役割を「方針策定と監督（理事会、資産運用委員会）」と「実行と報告（事務局）」に再整理した上で適切な権限移譲を行い、それぞれの機能強化を図る対応が考えられる。具体的に、理事会や資産運用委員会は運用基本方針や各資産のポートフォリオ構築方針を決定（方針策定）し、事務局のポートフォリオ管理状況をチェックする（監督）。事務局は、理事会・資産運用委員会が決定したポートフォリオ構築方針をもとに、運用商品の選定やモニタリング/見直し等を行い（実行）、運用商品の選定結果や運用状況を報告する（報告）。このような役割整理のもと、理事会・資産運用委員会メンバーが方針決定と監督に必要な知識を維持できるよう、内部での勉強会を実施する、事務局はオルタナティブ投資や株式等のリスク資産を中心に質の高い分散を確保・維持できるよう、専門知識の習得や外部ゲートキーパーの活用を進めるなど、それぞれの役割強化を図るための具体策が想定される。

受益者のための「運用の見える化」は、アセットオーナー・プリンシブルの公表以降、DB関係者の間で急速に関心が高まっているテーマである。厚労省が事業報告書に記載された各DB年金の情報を取りまとめ、他社比較が可能な形で2027年度よりシステム上で情報公開を開始する方向で検討が進められており、同省

「企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」において、具体的な開示項目等の議論も進められている。本稿執筆時点では最終的な結論は得られていないが、進行中の議論の通り「他社比較が可能な形」で情報公開が行われる場合には、複数DBを比較・分析する情報が流通し、それらを加入者が目にする機会も増えると予想される。DB年金関係者においては、自らの情報発信を通じ、年金制度運営や運用における考え方や実態をより丁寧に、分かりやすく発信し理解を得ていくことが今後益々重要になると思われる。

「スチュワードシップ活動」も、事務局の人的リソースが限定的な企業年金にとっては、業務負荷が高く、これまで十分な活動が難しかった領域である。これまで、運用機関のスチュワードシップ活動に関する情報を個別に収集するところから活動を始める必要があったが、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の稼働開始により、効率的な情報収集とヒアリングを行うことが可能になる見込みである。このような業界リソースを活用しつつ、今後は運用機関のスチュワードシップ活動に関わる組織体制や具体的な活動内容に関する理解を深めていくことが第一弾の課題になると思われる。近年、東証のガバナンス改革推進を受けて、日本企業のコーポレート・ガバナンスや資本効率の改善への期待が高まり、投資機会として着目されているが、スチュワードシップ活動は本来、投資先企業の企業価値向上を促す対話を含む株主行動の促進活動である。これらのテーマが運用リターンに反映される傾向が見られる昨今、規制対応としてではなく、運用戦略をより深く理解する趣旨も含めて、運用機関のスチュワードシップ活動をモニタリングすることの重要性は増していると考えられる。



Invest without boundaries™

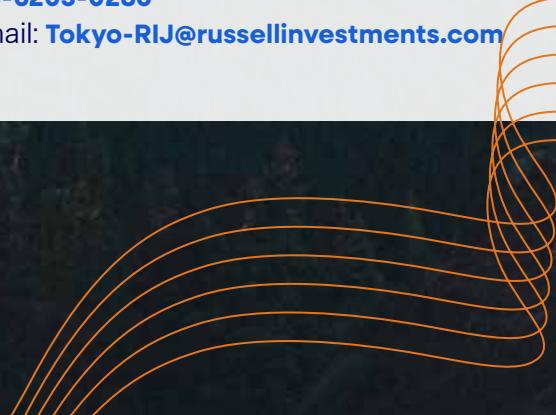
お問合せ先



マーケティング&コミュニケーション部

03-6203-0286

Email: 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

© 2025 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ご遠慮ください。