

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2022年6月号

《調査レポート》 2021 年度「人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)」に関する詳細分析結果 について(その 2)	年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	1
《誌上年金カレッジ》 年金数理と掛金～②財政方式、計算基礎率、掛金の算定方法～	年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室 湊 和彦	9
《パーパス経営的人事考 その 3》 人的資本経営の成否がかかる「従業員エンゲージメント」 的確な定義・見える化の重要性と、今後への期待	年金コンサルティング部 チーフコンサルタント 若山 秋雄	16
《年金運用の中期目標》 中期市場見通しに基づく期待リターンとリスク	年金運用部 シニア運用コンサルタント 福田 泰彦	24
《時事のつぶやき》 人への投資	アナリスト 久野 正徳	28

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。
弊社ホームページアドレス：<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

2021 年度「人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)」 に関する詳細分析結果について(その 2)

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

弊社と三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社（以下「MURC」）は、2021 年 10～12 月「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）」を実施し、前号では①With & After コロナの対応、②人事部門改革（アナリティクス、トータルコンペンセーション、ISO30414 等）への対応方針について、業種・従業員規模別等による詳細分析の調査結果を解説しました。

本稿では引き続き、③70 歳までの就業機会確保措置に向けた取組み（定年延長への対応等）について、業種・従業員規模別等による詳細分析の調査結果を解説します。

1. アンケートの調査概要

本調査は、①With & After コロナの対応、②人事部門改革（アナリティクス^{注1}、トータルコンペンセーション^{注2}、人的資本に関する情報開示ガイドライン ISO30414^{注3}）等への対応方針、③70 歳までの就業機会の確保措置に向けた取組み（定年延長への対応等）などについて、弊社の企業年金お取引先 293 社（上場企業 127 社、43.3%、非上場企業 166 社、56.7%）の回答を集計しました（図表 1）。

（図表 1）アンケート調査概要および回答企業の内訳

【アンケート調査概要】第 3 回人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)

- 実施期間 : 2021 年 10 月 28 日～12 月 7 日
- 対象企業 : 弊社の企業年金お取引先
- 回答企業 : 293 社
- 実施方法 : Web アンケートへの回答
- 設問数 : 全 31 問(業種・従業員数等の基本属性の設問を含めて)

従業員規模	製造業		非製造業		合計	
1,000人以下	77社	26.3%	97社	33.1%	174社	59.4%
1,001～3,000人	28社	9.6%	43社	14.7%	71社	24.2%
3,001人以上	17社	5.8%	31社	10.6%	48社	16.4%
合計	122社	41.6%	171社	58.4%	293社	100.0%

出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

2. 定年延長の実施状況と今後の意向

現在、日本企業の定年年齢は、「高年齢者等の雇用の安定等に関する法律」第 8 条で「定年を定める場合の年齢は 60 歳を下回ることができない」と規定されています。さらに、同第 9

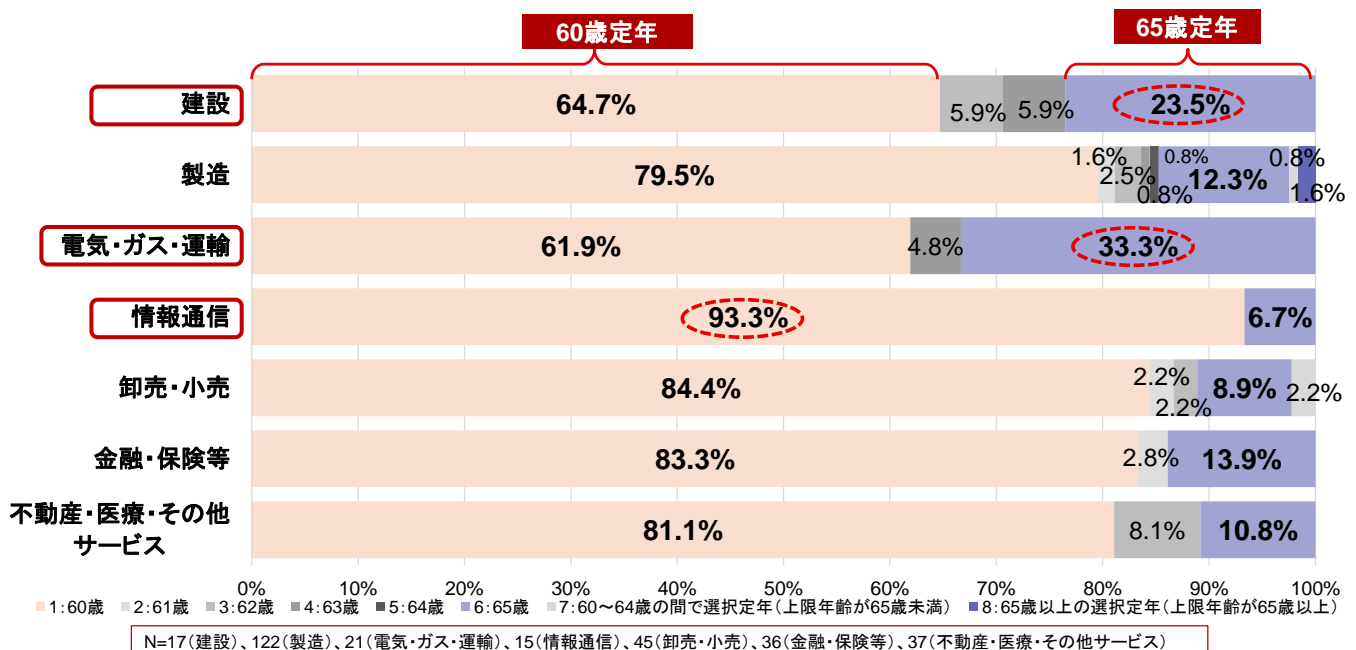
条では、「65歳未満の定年を定めている事業主は65歳までの安定した雇用を確保するため、①定年の引上げ、②継続雇用制度の導入、③定年の定め廃止のいずれかを講じなければならない」旨（いわゆる、65歳までの雇用確保措置）が規定されています。

日本の定年制は、1986年に努力義務化、1994年に現状のような義務化の法改正（1998年施行）がなされました。また、65歳までの雇用確保措置については、2000年に努力義務化、2004年に段階的義務化（2006年施行、除外規定あり）、2012年に希望者全員の義務化が規定され2013年4月に施行されました。

戦後、工業労働者を中心に労働力が不足し、企業は優秀な人材を引き留めるための奨励制度として、年功序列型賃金（勤務年数に応じた昇給）と、長期勤続を優遇する退職金支給（賃金の後払い的性格）による終身雇用と長期勤続優遇型雇用制度を確立しました。企業側の労働力を一定期間確保したいニーズと労働者側の雇用保障ニーズが合致して定年制が採用されました。この終身雇用と定年制が日本の雇用制度の特徴です。日本の雇用法制は解雇規制が厳しい反面、定年制により雇用を終了させることができる雇用終了機能でもあります。欧米では年齢での雇用差別が禁止されているため定年年齢は一般的にありません（一部の国では公的年金の支給開始年齢で雇用終了を認めている国があります）。

今回の調査結果では、現状の定年年齢を見るとまだまだ60歳定年の割合が高く、「情報通信」では約9割を占めていました。次いで「卸売・小売」「金融・保険等」「不動産・医療・その他サービス」で約8割を占めています。一方、65歳定年制が進んでいるのが「電気・ガス・運輸」で約3割強、「建設」は約2割強が65歳定年制となっています（図表2）。

（図表2）現在の定年年齢～「業種別」～



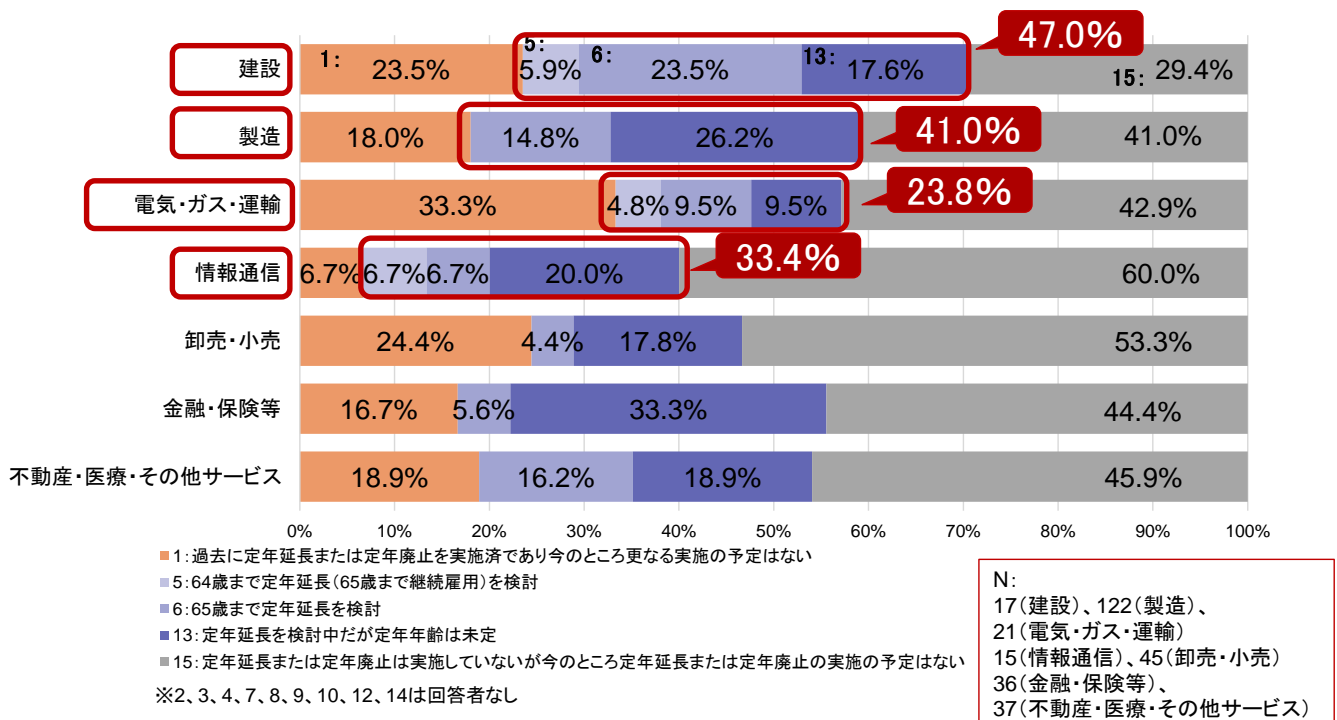
出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

次に、今後の定年延長等の検討状況を見ると、65歳への定年延長の移行が進んでいる「建設」では、今後定年延長を検討するとした割合が約5割と最も高く、次いで「製造」が約4割でした。65歳までの定年延長を実施済の割合が最も高かった「電気・ガス・運輸」でも、今後定年延長を検討するとした割合が約2割強あり、これら3つの業種では定年延長の実施意向

が高い状況と言えます。一方、現在 65 歳までの定年延長の実施が少ない「情報通信」では、今後定年延長等を検討するとした割合が約 3 割強に留まり、今後も含めて定年延長等への実施意向が少ない結果となりました（図表 3）。

今後、労働力の減少が懸念される業種では、定年延長の検討がいち早く進められている一方、環境変化が大きい業種等では定年延長等の実施意向は少なく、業種により定年延長への対応が分かれていくものと考えられます。

（図表 3）今後の定年延長等の検討状況～「業種別」～



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

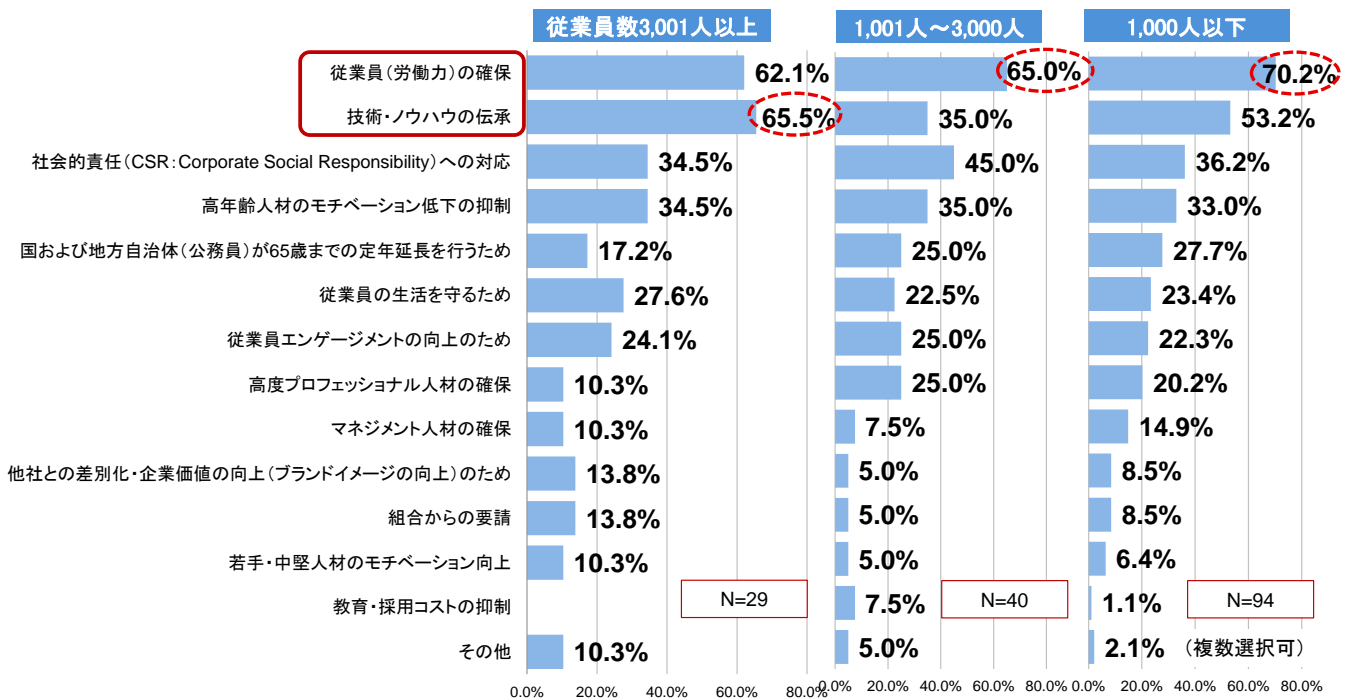
3. 定年延長を実施する理由と課題

定年延長を実施する理由について人数規模別にみると、従業員数が 3,001 人以上の企業では「技術・ノウハウの伝承」の割合が 65.5%と最も高い一方、従業員数が 1,001～3,000 人および 1,000 人以下の企業では「従業員の確保」の割合がそれぞれ 65.0%、70.2%と最も高くなっており、従業員規模により実施理由が異なっていることが分かります。従業員 3,000 人以下の企業では、労働力減少による労働力の確保が求められていることとなります（図表 4）。

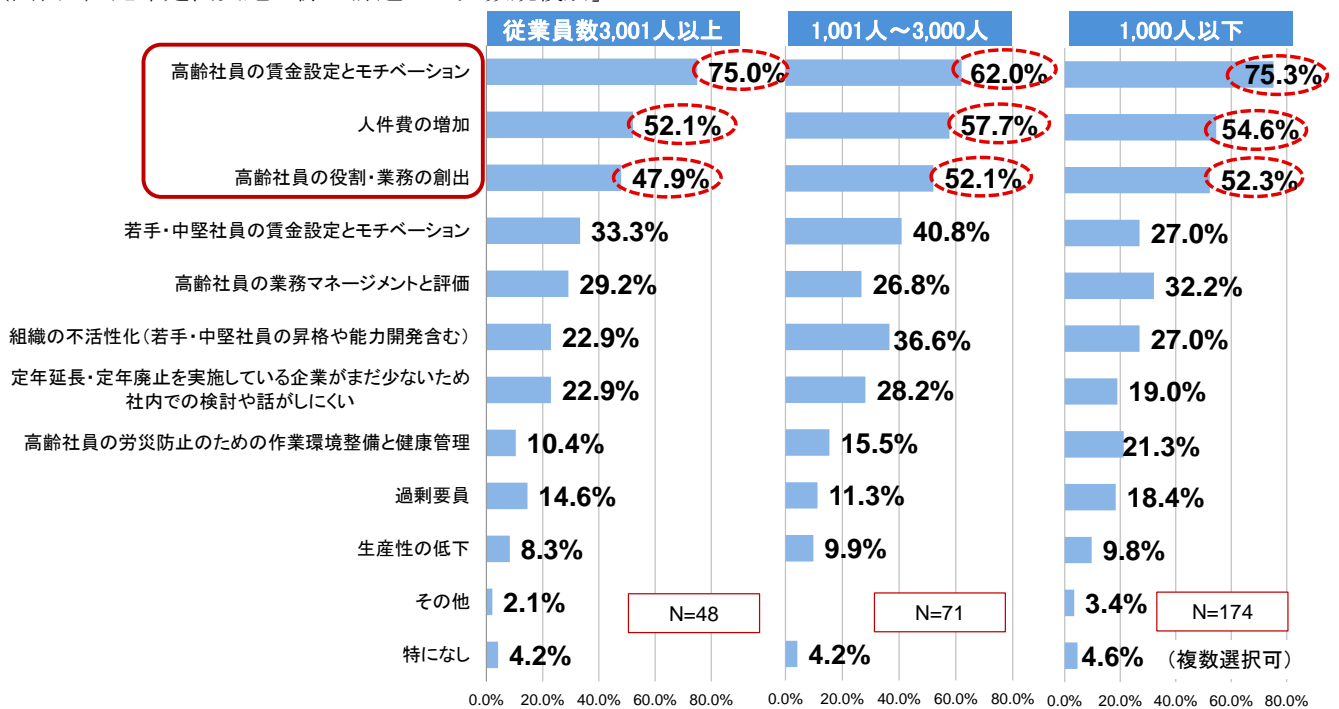
次に、定年延長を実施する際の課題についてみると、いずれの従業員規模でも同じ結果で、「高齢社員の賃金設定とモチベーション」の割合が、それぞれ 75.0%、62.0%、75.3%と最も高く、次いで「人件費の増加」がそれぞれ 52.1%、57.7%、54.6%、「高齢社員の役割・業務の創出」がそれぞれ 47.9%、52.1%、52.3%となっています（図表 5）。この傾向は業種別でも同様の分析結果でした。

定年延長を実施する際は、高齢者雇用における業務環境の整備とともに、高齢社員に対してどのような業務と役割を求めるのか、そしてどう報いるのか、高齢社員のモチベーションを維持するための賃金と役割の設定が重要となります。

(図表 4) 定年延長の実施理由～「人数規模別」～



(図表 5) 定年延長実施の際の課題～「人数規模別」～



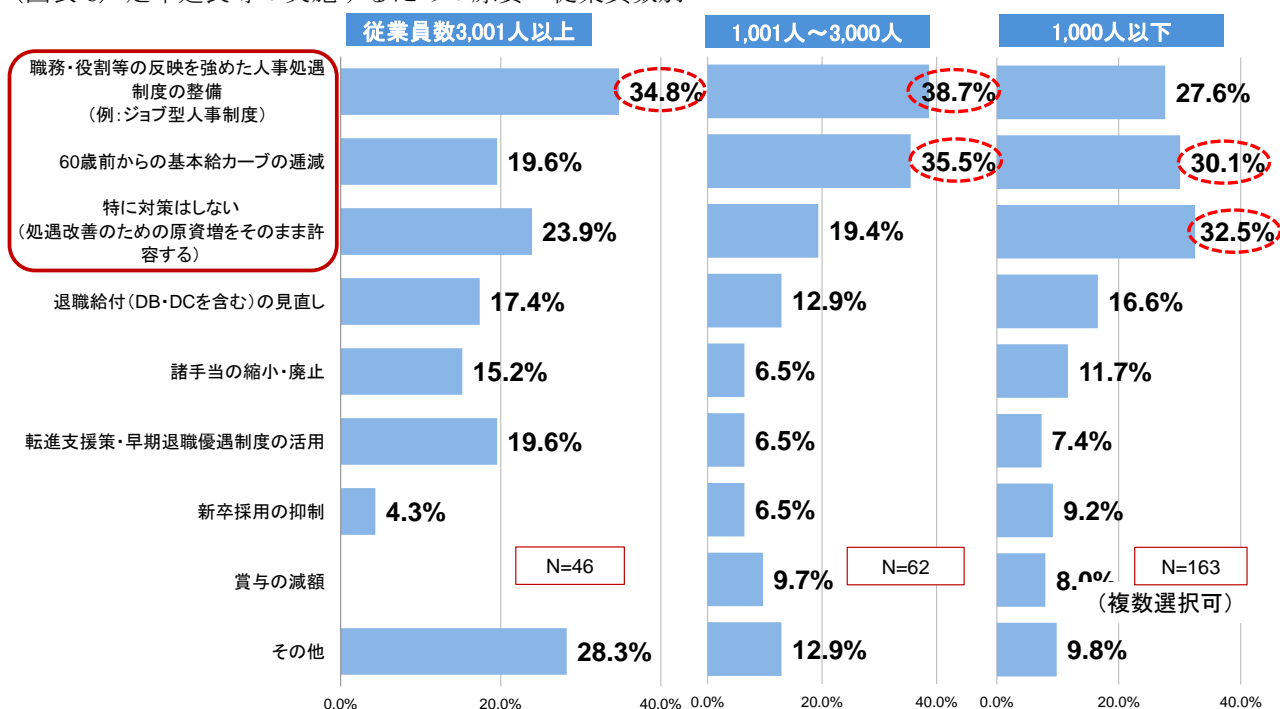
近年、「ヒト」を資本として捉え、その人的資本を最大化することで企業価値を向上させる考え方が主流になりつつあります。定年延長自体を目的とするのではなく、高齢社員について

も従業員エンゲージメントを高め、自律的人材への転換を図り、年齢に関わらず「ヒト」の価値を高めていく人事戦略が求められます。

4. 定年延長の増加コストの対応策と 60 歳以降の給与水準

前述の定年延長の際の課題として挙げられた「人件費の増加」への対応方法についてみると、3,001 人以上と 1,001～3,000 人の企業では「職務・役割等の反映を強めた人事処遇制度の整備」の割合がそれぞれ 34.8%、38.7%と最も高く、1,001～3,000 人の企業では次いで「60 歳前からの基本給カーブの逡減」が 35.5%と続きます。既存の人事制度・処遇制度の見直しにより人件費の増加を抑制する方針と読み取れます。一方、従業員数が 1,000 人以下の企業では「処遇改善のための原資増加をそのまま許容する」の割合が 32.5%と最も高く、次いで「60 歳前からの基本給カーブの逡減」が 30.1%で続きます（図表 6）。人材の確保が難しい企業では人件費の増加をそのまま許容することも考えられていると思われます。

（図表 6）定年延長等の実施するための原資～従業員数別～



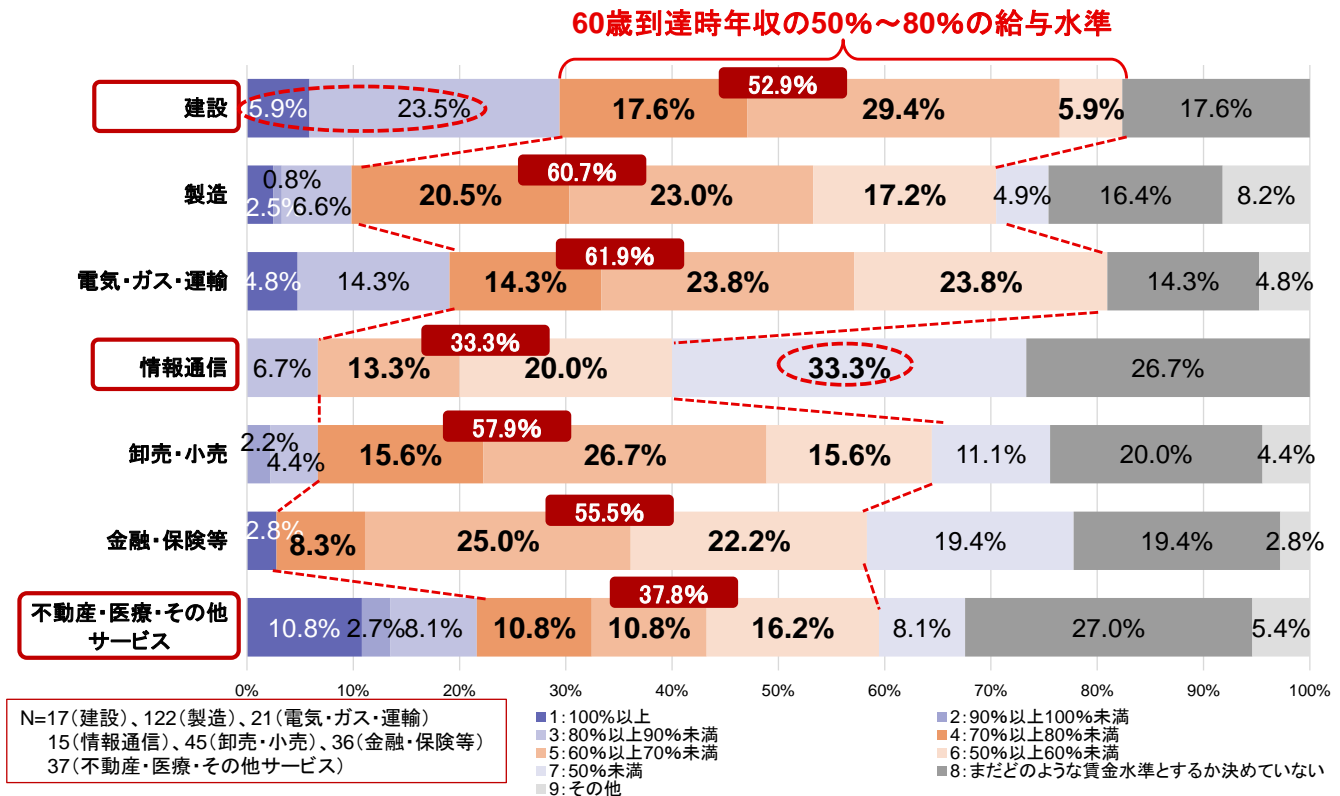
出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC 「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

次に、定年延長後の給与体系について見てみます。60 歳以降の平均年収の水準（実施済の場合はその水準、未実施の場合は今後の考え方）については、全体的に「60 歳到達時年収の 50～80%」の割合が 5～6 割と最も高くなっていますが、「情報通信」では「50%未満」が約 3 割と多く、「建設」では逆に「80～100%」が約 3 割と多くなっています（図表 7）。

元々の平均年収の水準にも影響すると考えられますが、前述したように定年延長の実施意向があり、労働力を確保したい業種では 60 歳以降の平均年収水準も 60 歳時点と比較して大きく下がらない水準を維持しようと考えられています。一方、定年延長の実施意向が少ない業種では、60 歳時点と比較して 50%未満まで大きく下がることも考えられており、業種により定年

延長の実施意向とともに、定年延長を実施した際の給与水準の考え方も異なるようです。

(図表 7) 60 歳以降の平均年収の水準～「業種別」～



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

5. 70 歳までの就業機会確保の実施状況と今後の意向

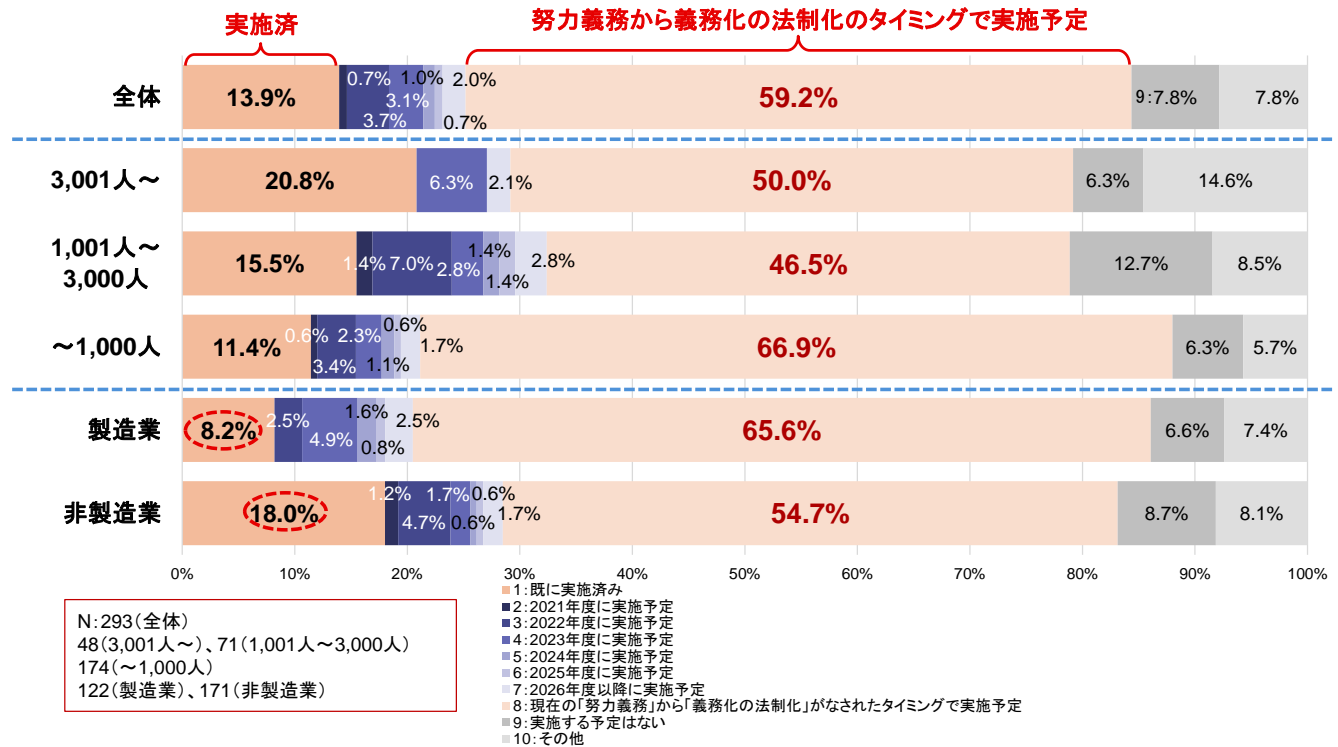
さいごに、2021 年 4 月から努力義務化された「70 歳までの就業機会の確保措置」の実施状況と今後の意向について見てみます。高年齢者等の雇用の安定等に関する法律が改正され、70 歳までの「高年齢者就業確保措置」が新たに規定されました（第 10 条の 2 新設）。

具体的には、65 歳から 70 歳までの就業機会を確保するため、高年齢者就業確保措置として、以下の①～⑤のいずれかの措置を講ずる努力義務が設けられました。①70 歳までの定年引上げ、②70 歳までの継続雇用制度の導入（特殊関係事業主に加えて他事業主によるものを含む）、③定年廃止、④70 歳まで継続的に業務委託契約を締結する制度（起業する場合やフリーランス契約等）、⑤70 歳まで継続的に社会貢献事業に従事できる制度（役務提供等の対価として金銭を支払う有償のものに限る）。なお、④および⑤の雇用以外の措置を実施する場合は、労働者の過半数を代表する者等の同意を得た上で実施する必要があります。また、政府は今後、65 歳までの雇用確保義務に関する現行法制のような義務化のための法改正を 2025 年以降に検討を行うとしています。

今回の調査結果では、70 歳までの就業機会確保措置を実施している企業は全体の約 1 割に留まっていました。従業員規模別にみると、3,001 人以上の企業では実施が約 2 割と最も多く、1,001～3,000 人の企業で 1 割強、1,000 人以下の企業では約 1 割に留まっていました。さらに、非製造業では実施が約 2 割、製造業では 1 割弱でした。また、全体的に、「努力義務か

ら義務化のタイミングで実施予定」とする割合が 5～6 割と最も多くなっていました。まずは 65 歳までの定年延長を優先し、70 歳までの就業機会確保措置については当面様子見と言ったところでしょうか（図表 8）。

（図表 8）70 歳までの就業機会確保措置の実施意向と実施時期～「業種・従業員数別」～



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）～調査結果（詳細版）」

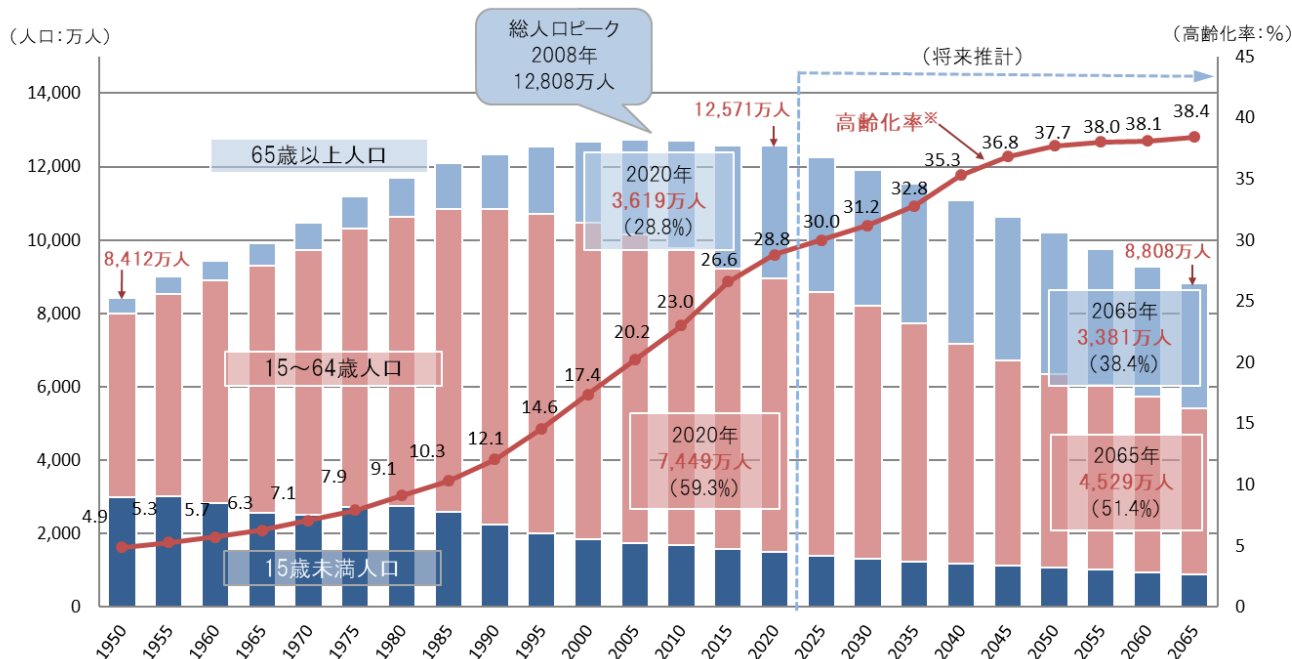
国立社会保障・人口問題研究所の推計（2017）によると、生産年齢人口（15～65 歳未満の人口）は 2020 年の 7,449 万人から 2065 年には 4,529 万人まで約 6 割に減少する見込みが示されています（図表 9）。技術革新や業務の IT 化、DX の推進により業務が効率化されるとともに人の手による業務量の縮小が図られていくと思われれます。一方で、業務の IT 化や DX の推進により、企業価値に占める「ヒト」の価値の割合が増加していくこととなります。そのため、「ヒト」を資本と見なし、その価値を最大化していくことで、持続的な企業価値の向上につなげていくことが求められてきます。「ヒト」へ投資することにより自律的人材を育成し、一人一人の生産性を向上させていくことが必要となります。

そのため、「アナリティクス^{注1}」により人的資本をデータ化し、そのデータを有効に活用することや、従業員が自発的に業務に貢献する意欲を高めるための「従業員エンゲージメント」の向上、そして従業員エンゲージメントを高めるために、賃金や福利厚生費を効果的に配分する「トータルコンペンセーション^{注2}」（場合によっては非金銭的報酬を含めた「トータルリワード」）などの人事施策を実施していくことが必要です。価値観の多様化による働き方の多様化や、新型コロナウイルス感染拡大による新しいリモートワーク等の働き方の多様化を含めて、将来 40～50 年先を見据え、これからの時代に合わせた新しい人事制度・退職給付制度の構築が求められています。

本調査が皆様のこれからの人事制度・退職給付制度を考えるうえでの参考になれば幸いです。アンケートにご協力を頂きました皆様にあたたためて御礼を申し上げます。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

(図表 9) 日本の人口動態の変化～生産年齢人口の減少（将来予測）～



出所:2020年までの人口は総務省統計局「2-1 人口の推移と将来人口」、2025年以降の人口は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年推計)」表1-1年齢3区分別(出生中位、死亡中位)、高齢化率は内閣府「令和3年版高齢社会白書(概要版)」より筆者作成

注1:蓄積されたデータを分析、収集し活用のための知見を得る技術のこと

注2:給与・賞与以外に退職給付や福利厚生・諸手当等も含めて捉える総合報酬戦略

注3:2018年「国際標準化機構 (ISO: International Organization for Standardization)」が規定した内部および外部のステークホルダーに対する人的資本に関する情報開示ガイドラインで、開示すべき11領域(エリア)を明示(詳細は、本誌2022年5月号p4参照)

年金数理と掛金

～②財政方式、計算基礎率、掛金の算定方法～

年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室 湊 和彦

今回は、年金数理における収支相等の原則および年金現価の計算方法について説明しました。今回は年金数理における財政方式、計算基礎率、掛金の算定方法について説明します。

1. 財政方式

(1) 賦課方式と事前積立方式

年金制度から支払われる給付を賄うために必要な掛金の拠出計画を財政方式といい、賦課方式と事前積立方式とに分類されます。

(図表 1) 財政方式

財政方式	特徴・掛金の算定方法	主に使用されている制度
賦課方式	給付が発生する都度、必要な給付費用を調達して支払う方式 積立金はなく、掛金は給付額に比例して増加する傾向	公的年金などに採用
事前積立方式	加入者の加入期間中に給付原資の積み立てが完了するように算定した掛金を積み立てる方式	企業年金で採用
加入年齢方式	標準的な年齢で加入する者について収支相等する掛金(標準掛金)を加入者全員に適用する方式 標準掛金のみでは不足する分を過去勤務債務とし、それを償却するために特別掛金を別途設定する	確定給付企業年金 厚生年金基金(単独・連合型)の加算部分
開放基金方式	現在加入者に加えて将来の加入者を見込んで、将来の期間に対応する給付と掛金が収支相等するように算定した掛金を加入者全員に適用する方式	厚生年金基金の基本部分 厚生年金基金(総合型)の加算部分
予測単位積増方式	その年に発生したとみなされる給付債務の増加分に見合うように掛金を計算する方式	退職給付会計

(出所) 弊社作成

賦課方式は、厚生年金保険や国民年金といった公的年金にて採用されています。この方式では、積立金は不要で、給付が発生する都度、それに見合う費用を調達する仕組み(現役世

代が支払う保険料が年金受給者に給付される仕組み) ですが、実際の公的年金においては、少子高齢化の進展等に備え、ある程度の積立金を保有しています。

一方、事前積立方式は、制度への加入期間中に掛金の拠出を行い、脱退時までに将来の給付原資を積み立てておく方式で、企業年金制度で採用されています。この方式には、①事前に年金資産を積み立てることで、受給権の保護を確実に遂行できる、②計画的に積立を行うため、掛金の平準化を図ることができる、③積立金で運用収益を確保すればその分だけ資金負担を軽減できるといった特徴があります。事前積立方式にはいくつかの方式がありますが、代表的な例は多くの確定給付企業年金で採用されている加入年齢方式です。

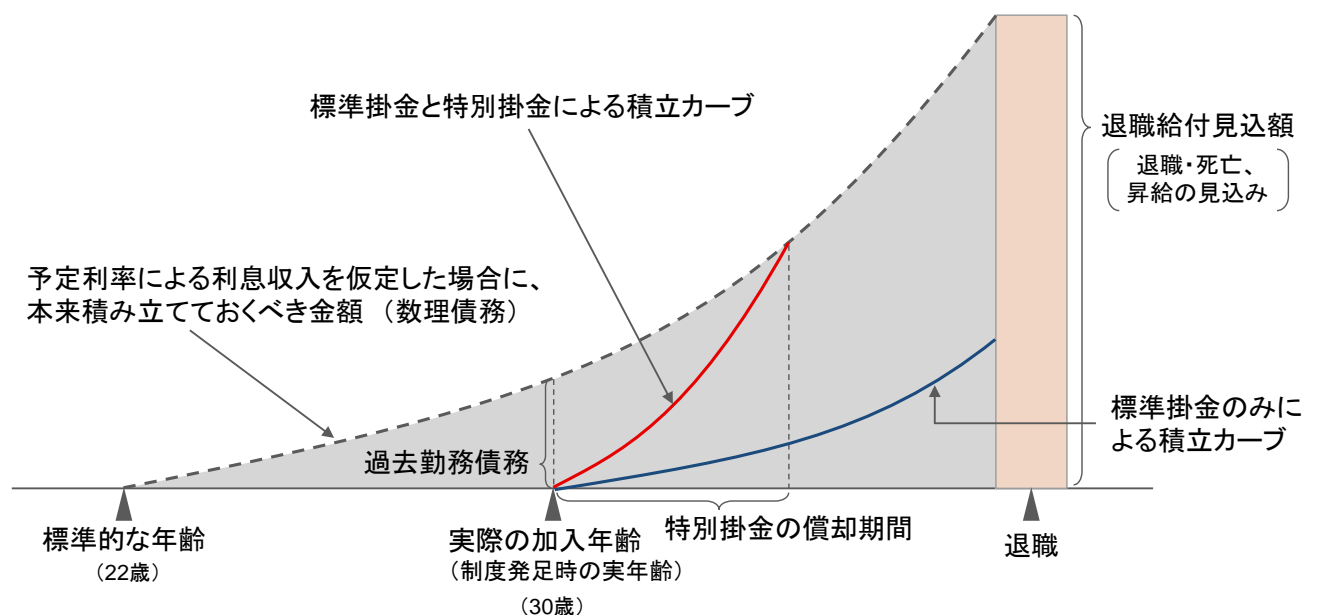
(2) 加入年齢方式

加入年齢方式では、新規加入者は標準的な年齢で制度に加入するものとし、新規加入者について収支相等するような掛金（標準掛金）を設定した上で、全加入者に適用します。具体的には、将来の加入・脱退・死亡状況、昇給、利息収入等の計算の前提を置いた上で、その新規加入者について、給付の見込み（給付現価）と、掛金の見込み（標準掛金収入現価）がバランスするよう掛金を設定します。

しかし、実際は全ての加入者が標準的な年齢で加入するわけではありません。そのため標準的な年齢とは異なる年齢で加入した人について生じる収支のズレは、標準掛金とは別に定めた掛金（特別掛金）により手当てします。

(図表 2) 加入年齢方式

標準的な年齢と異なる年齢の者が加入した場合に起こること (イメージ)



(注) 制度発足後も標準的な年齢と実際の加入年齢の差等によって過不足が発生します

(出所) 弊社作成

2. 計算基礎率

前述のとおり、掛金設定にあたっては、将来の加入・脱退・死亡状況、昇給、利息収入等の計算の前提を置いた上で、その新規加入者について、給付の見込みと拠出する掛金の見込みがバランスするよう掛金を設定します。この計算の前提を「計算基礎率」といいます。計算基礎率は、集団内の要素に基づくもの（過去の実績等、その集団独自の傾向を反映するもの）と、集団外の要素に基づくもの（集団独自の傾向とは無関係に決定するもの）とに分類されます。

(1) 集団内の要素に基づく計算基礎率

集団内の要素に基づく代表的な計算基礎率として、「脱退率」「昇給指数」「予定新規加入年齢」が挙げられます。「脱退率」は、加入者がどのような割合で制度を脱退していくかを年齢別に定めたもので、過去3年間以上の脱退実績に基づき定めることが求められています。具体的には、その集団の過去3年間以上の統計資料に基づいた実績値、またはこれに適切な補正を加えた数値を使用します。「昇給指数」は、加入者の給付にかかる給与がどの程度昇給するかを想定したものです。「予定新規加入年齢」は、前述の「標準的な年齢」のことで、年金制度に対して新規加入者が何歳で加入するかを想定したものです。

(2) 集団外の要素に基づく計算基礎率

一方、集団外の要素に基づく代表的な計算基礎率としては、「予定利率」「死亡率」が挙げられます。「予定利率」は、年金資産から生み出される想定収益率のことで、いわば運用利回りの見込みであり、将来の給付・掛金収入などを現在価値に換算する際の割引率としても使用されます。年金制度のスポンサーが、下限予定利率以上で、合理的且つ主体的に決定することが求められています。「死亡率」に関しては、通常、日本全体の人口統計を使用します。

(図表 3) 計算基礎率

計算基礎率		内容	計算基礎率の作成方法
集団内の要素	脱退率	加入者がどのような割合で制度を脱退していくかを年齢別に定めたもの	計算基準日前3年間(以上)の退職実績から年齢別に算定 統計データの偶発的な歪みを是正し、安全性または将来の動向などから必要な補正を行う
	昇給指数	加入者の給与が毎年どの程度昇給するかを想定したもの	計算基準日における年齢別の平均給与の実績等に基づき算定
	予定新規加入年齢	年金制度に加入する年齢	計算基準日前3年間の平均年齢等
集団外の要素	予定利率	掛金算定時等に前提とする予想運用利回り 将来の給付・掛金収入などを現在の価値に換算するために用いる利率	下限予定利率 ^(※) 以上で、各企業や基金が主体的に設定
	死亡率	死亡による制度の脱退や終身年金等における給付の見込みを予測するために用いる率	厚生年金基金・確定給付企業年金では、厚生労働大臣によって定められた率(基準死亡率)を使用する

(※) 10年国債の直近1年平均と5年平均のいずれか低い率を基準に厚生労働大臣が定める率(2022年度のDBにおける下限予定利率:年0.0%)

(出所) 弊社作成

このように、計算基礎率は、主に過去の実績や統計数値等を踏まえ合理的に決めることが必要です。しかし、あくまで予測値であり、必ず実績値との間に乖離が生じます。この予測値と実績値の乖離は、財政決算で剰余金・不足金として認識されることとなります。

また、計算基礎率は、一旦決めておけば永久的に適用できるというものではありません。時間の経過と共にその集団の傾向が変化すること等は十分に考えられますので、定期的な財政再計算等、一定期間毎に見直しを行い、将来の予測を実態に即した方向に軌道修正していくことが求められます。

3. 掛金の算定方法

(1) 算定プロセス

図表 4 は、掛金（標準掛金）の算定プロセスを示しています。

①年金制度の設計

まず、年金制度の設計を行い、給付内容等（いつ誰にいくら）を確定します。

②データの作成

次に、計算基礎率や将来の給付額などを算定するために、年金制度の加入者や受給者のデータを集計します。加えて、その年金制度における加入者の脱退傾向や新規加入傾向を把握するために、過去に何歳で何人が制度から脱退しているのか、または制度に加入しているのかといった過去の実績データを集計する必要があります。

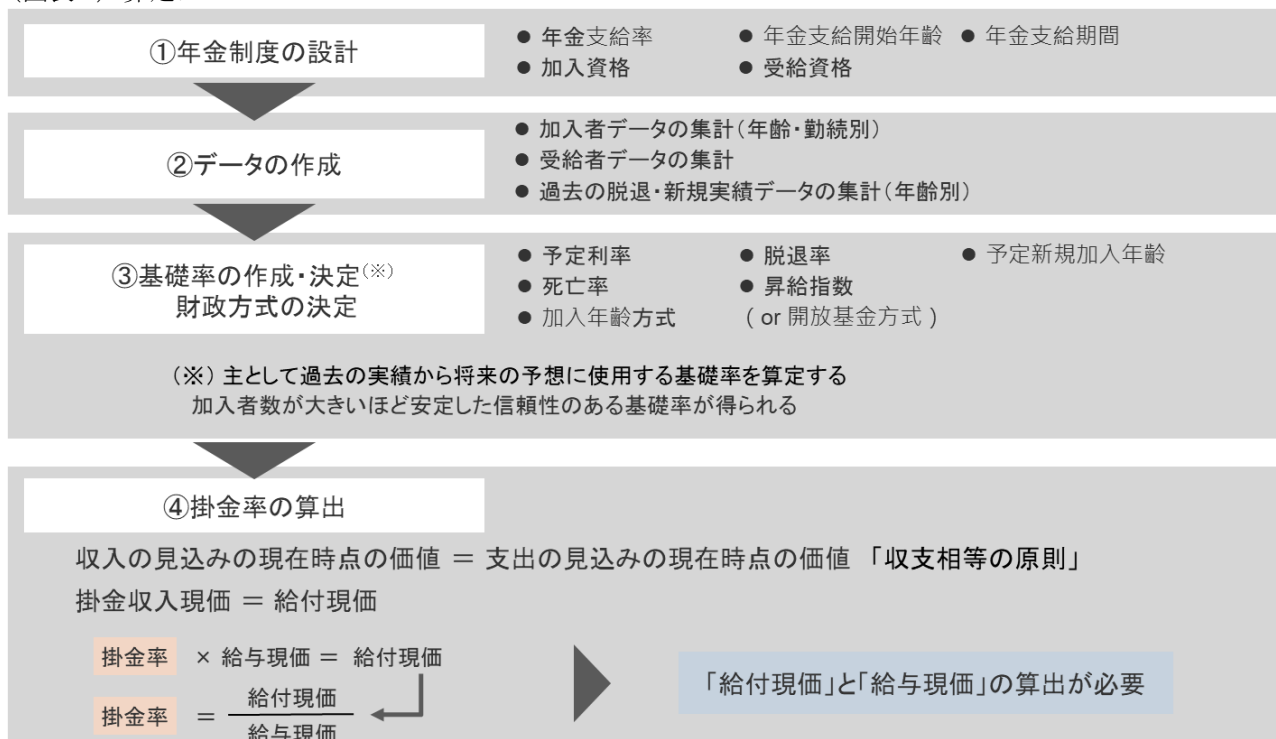
③基礎率の作成・決定、財政方式の決定

集計データを基に、脱退率や昇給指数、予定新規加入年齢などの計算基礎率や財政方式を決定します。

④掛金率の算定

掛金率算定の基本的な考え方は、収入見込みの現在価値と支出見込みの現在価値をバランスさせることです。つまり「掛金収入現価＝給付現価」となるように掛金率を設定します。掛金収入現価は「掛金率×給与現価」で算出されるため、「掛金率×給与現価＝給付現価」となり、掛金率は給付現価と給与現価の比で算定されます。

(図表 4) 算定プロセス



(出所) 弊社作成

(2) 給付現価、給与現価、掛金率

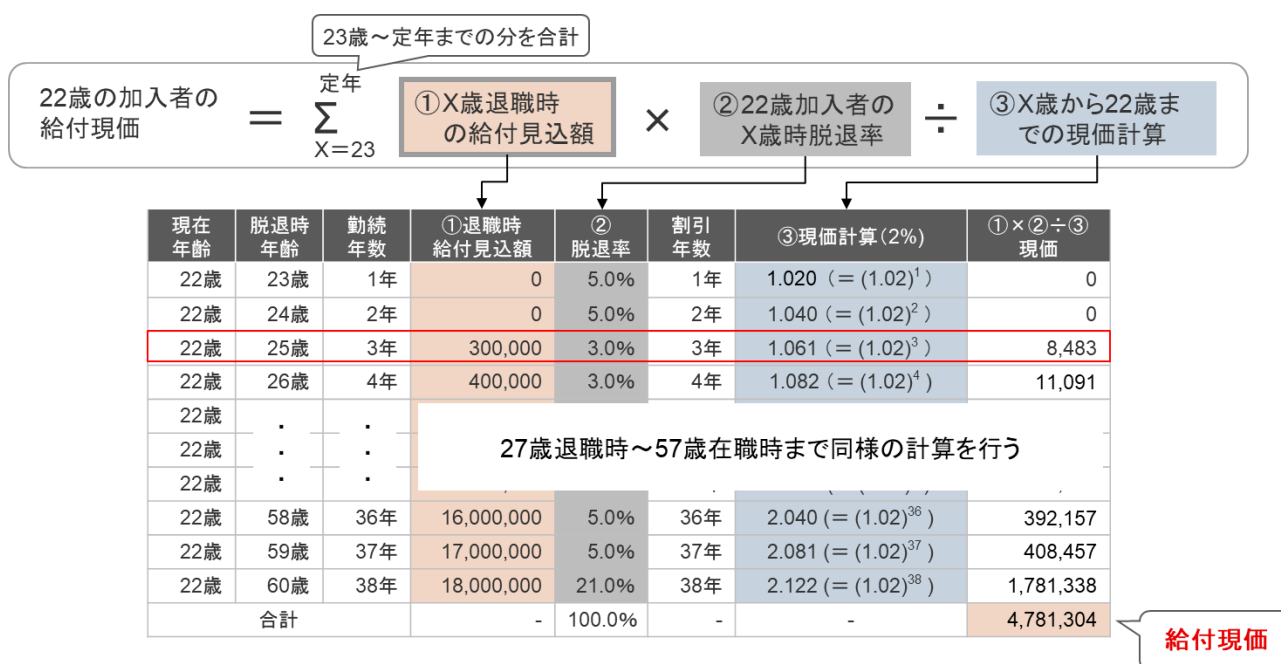
まず、給付現価について説明します。給付現価とは年金制度から将来支払われる給付額を現在価値に換算し合計したものです。給付現価の計算に必要な項目は①年齢毎の退職時給付見込額、②年齢毎の脱退率、③現価計算の3つです。

図表5に基づき、定年60歳、予定利率2%の制度において、標準的な年齢22歳で新規加入したばかりの加入者（現在22歳、勤続0年）の給付現価を計算してみます。

まず、この加入者が25歳時（3年後）に脱退した場合の給付現価を考えてみます。①25歳時（3年後）の退職時給付見込額は300,000円ですが、実際にこれを受け取るのは制度から脱退した場合に限りまので、②25歳時に脱退する確率3.0%を乗じます。また、この金額は25歳時（3年後）の金額ですので、現在の時点（22歳時）に換算するために、③1.061(=1.02の3乗)で割ります。このように、25歳時に脱退した場合の給付現価は、①300,000円×②3.0%÷③1.061=8,483円と計算されます。

この加入者が脱退する時期は23歳時から60歳定年時までありえますので、同様の計算を23歳時から60歳時まで年齢毎に実施し、各年齢の給付現価を計算します。最終的に、各年齢の給付現価の総合計（4,781,304円）がこの加入者の給付現価となります。

(図表5) 給付現価算出イメージ



(出所) 弊社作成

次に、給与現価について説明します。給与現価とは掛金の拠出を終了する年齢まで毎年の給与を現在価値に換算し合計したものです。給与現価の計算に必要な項目は、①年齢毎の給与見込額、②年齢毎の在職率、③現価計算の3つです。

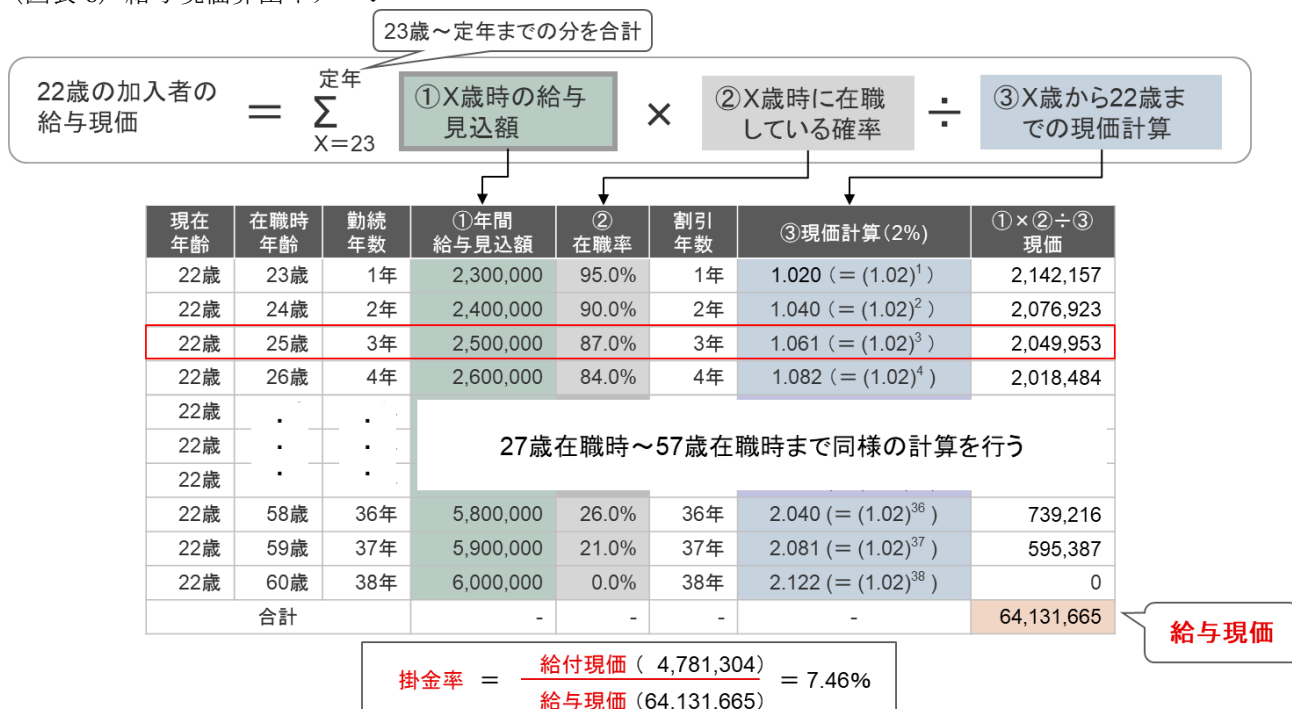
給付現価と同様、定年 60 歳、予定利率 2% の制度における、標準的な年齢 22 歳で新規加入したばかりの加入者（現在 22 歳、勤続 0 年）の給与現価を計算してみます。

①この加入者の 25 歳時の年間給与見込額は 2,500,000 円ですが、実際に収入となるのは、制度に在籍している（脱退していない）場合ですので、②25 歳時の在職率 87% を乗じます。また、この金額は 25 歳時（3 年後）の金額ですので、現在の時点（22 歳時）に換算するために、③1.061 (=1.02 の 3 乗) で割ります。このように、25 歳時に在職している場合の給与現価は、①2,500,000 円 × ②87% ÷ ③1.061 = 2,049,953 円と計算されます。

同様の計算を 23 歳時から 60 歳時まで年齢毎に実施し、各年齢の給与現価を総合計した額（64,131,665 円）がこの加入者の給与現価となります。

よって、掛金率は給付現価と給与現価の比により算出されますので、掛金率 = $4,781,304 \div 64,131,665 = 7.46\%$ となります。

(図表 6) 給与現価算出イメージ



(出所) 弊社作成

本稿では、財政方式、計算基礎率、掛金の算定方法について説明しました。本稿における掛金は「標準掛金」ですが、実際の掛金にはこれ以外に、特別掛金、特例掛金等、いくつかの種類があります。次回は掛金の種類や設定方法について説明します。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

人的資本経営の成否がかかる「従業員エンゲージメント」 的確な定義・見える化の重要性と、今後への期待

年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室
人事コンサルティンググループ チーフコンサルタント 若山 秋雄

2022 年 5 月に公表された「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書(人材版伊藤レポート 2.0)」は、「企業の CEO・CHRO」が取り組むべきことのひとつとして「社員エンゲージメントを高めるための取組」を挙げています。

このように注目され重視される「従業員エンゲージメント」は、定まった定義がなく、様々な定義や測定の切り口が存在しています。異なるものが一括りにされているとも言えます。

本稿では、「従業員エンゲージメント」が人的資本経営の実現に向けて重視される意義をふまえ、企業がどう捉え、向き合っていくべきか考えます。

1. 人的資本経営に不可欠な「従業員エンゲージメント」

2022 年 5 月、経済産業省より「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書～人材版伊藤レポート 2.0～(以下”新レポート”)」が公表されました。

人材を資本(Human Capital)と捉え、人材投資をはじめとして、経営戦略と人材戦略を連動させ企業価値向上を図ることを人的資本経営と呼ぶとき、「企業価値の市場評価をめぐる論点」と、「企業の持続的な成長に資する人的資本とは何で、どのように実現すべきか、という論点」があります。

本稿では、後者の論点において、新レポートで示された「社員エンゲージメント(従業員エンゲージメント)」について企業がどう捉え、取り組んでいくべきか考えます。

検討会の座長である一橋大学の伊藤邦雄 C F O 教育研究センター長は、同レポートの冒頭で、前回 2020 年 9 月に公表した人材版伊藤レポート(以下”旧レポート”)について、ある政府の会議の参加メンバーの発言として「その影響力はすさまじく、”破壊力”といってもいいくらいのインパクトを与えている」との声を紹介しています。

旧レポートがこれほど注目を集めたのは、日本企業の企業価値を高める上で人的資本経営がポイントとなることを、多くの企業経営者や投資家が、危機感とともに感じているからだと言えるのではないのでしょうか。

人的資本経営を実現するためには、企業の成長発展につながる、人に関する様々な情報を見える化し、継続的に向上を図る取り組みを行う必要があります。上場企業の場合は、それらの情報を継続的に開示することが投資家に人的資本の向上の成果を説明することになります。

人的資本という切り口は、このように主として上場企業を対象としたものではありませんが、「人的資本の向上という成果を見せる」対象を他のステークホルダー、例えば労働市場の人材に広げてみれば、上場企業に限らず非常に重要な切り口であることがわかります。

人に関する情報の中には、人件費や人材開発投資額、女性管理職比率のように「目に見える」情報と、従業員エンゲージメントのように、元々は目に見えない情報があります。

元々見えない情報であるがゆえに、「従業員エンゲージメントをいかに見える化し、継続的に向上を図るか」は、取組としても成果としても、企業間の差が大きく開きうるテーマです。

差が開くポイントは、次のように三つあります。

- (1) 従業員エンゲージメントとは何か、的確に定義できるか
- (2) 従業員エンゲージメントを的確に測定できるか
- (3) 従業員エンゲージメントを向上するための施策を的確に実施できるか

2. 「従業員エンゲージメント」を的確に定義する

そもそも「従業員エンゲージメント」とは何でしょうか。新旧レポートに定義は記載されていませんし、世の中でも「従業員エンゲージメント」の定義は定まっていません。

このため「(1)従業員エンゲージメントとは何か、的確に定義できるか」が最初のポイントになります。

新旧レポートでは、人的資本経営の実現に向けた議論として「3つの視点」と「5つの共通要素」からなる「3P・5Fモデル」を提示し、「5F」のひとつとして従業員エンゲージメントを位置付けています。

【3つの視点(Perspectives)】

- ① 「経営戦略と人材戦略の連動」
人材戦略が経営戦略と連動しているか
- ② 「As is-To be ギャップの把握」
目指すべきビジネスモデルや経営戦略と現時点での人材や人材戦略との間のギャップを把握できているか
- ③ 「企業文化への定着」
人材戦略が実行されるプロセスの中で、組織や個人の行動の変容を促し、企業文化として定着しているか

【5つの共通要素(Common Factors)】

- ① 「動的な人材ポートフォリオ」
目指すべきビジネスモデルや経営戦略の実現に向けて、多様な個人が活躍する人材ポートフォリオを構築できているか
- ② 「知・経験のダイバーシティ&インクルージョン」
個々人の多様性が、対話やイノベーション、事業のアウトプット・アウトカムにつながる環境にあるか
- ③ 「リスキル・学び直し」
目指すべき将来と現在との間のスキルギャップを埋めていく
- ④ 「従業員エンゲージメント」
多様な個人が主体的、意欲的に取り組んでいるか
- ⑤ 「時間や場所にとらわれない働き方」

このように「5つの共通要素(Common Factors)」のひとつとして「④従業員エンゲージメント」が提示されています。(旧レポートでは「従業員エンゲージメント」、新レポートでは「社員エンゲージメント」と表記されています。引用を除き本稿では「従業員エンゲージメント」と表記します。)

また、新レポートでは、人的資本経営の実現に向けて「企業のCEO・CHRO」が取り組むべきこととして、「社員エンゲージメントを高めるための取組」を挙げ、冒頭に(図表1)のとおり記載があります。

(図表1) 人材版伊藤レポート2.0より「7. 社員エンゲージメントを高めるための取組」冒頭部分

7. 社員エンゲージメントを高めるための取組

- 経営戦略の実現に向けて、社員が能力を十分に発揮するためには、社員がやりがいや働きがいを感じ、主体的に業務に取り組むことができる環境の整備が重要である。その際、企業の理念、存在意義及び文化の浸透度合いから、ダイバーシティ&インクルージョンの達成状況に至るまで、様々な要素が複合的に関係するため、取組と検証を繰り返していくことが期待される。
- 特に、企業や事業の成長と多様な個人の成長の方向性を一致させていく必要があり、画一的なキャリアパスではなく、多様な就業経験や機会の提供を行うことが求められる。

(出所) 経済産業省ホームページ

ここでは「社員エンゲージメント」には、「社員がやりがいや働きがいを感じ、主体的に業務に取り組むことができる(割合)」という趣旨が含まれています。

また、従業員エンゲージメントレベルが高いことが「経営戦略の実現に向けて、社員が能力を十分に発揮する」ことにつながると位置付けています。

そして従業員エンゲージメントレベルを高める上で「企業の理念、存在意義及び文化の浸透度合いから、ダイバーシティ&インクルージョンの達成状況に至るまで、様々な要素が複合的に関係」し、「企業や事業の成長と多様な個人の成長の方向性を一致させていく必要があり、画一的なキャリアパスではなく、多様な就業経験や機会の提供」が求められるとしています。

このように、従業員エンゲージメントを「人的資本経営の実現のために企業が従業員に関して実践すべきこと」の方向性を示すキーワードとして使用しています。そして、従業員エンゲージメントに関する取り組みとして、「CEO・CHROは、中期的な組織力の維持・向上を目指し、自社にとって重要なエンゲージメント項目を整理し、社員のエンゲージメントレベルを定期的に把握する」取組の必要性を提示しています。

つまり「従業員エンゲージメントの定義」も、各企業が個別に試行錯誤して見極めていくべきものとの位置付けになっているということです。

各企業が個別に定義づけるべきというものは、経営戦略や人材戦略が各企業によって異なることから合理的な考え方でもあります。

一方、定義が定まらないと、つまり従業員エンゲージメントとは何であるかが決められない状態では、先に掲げた「(2)従業員エンゲージメントを的確に測定できるか」と「(3)従業員エンゲージメントを向上するための施策を的確に実施できるか」という次のポイントに進むべきではありません。

まずは「(1)従業員エンゲージメントとは何か、的確に定義できるか」のところで、企業は次に示す「(2)従業員エンゲージメントを的確に測定できるか」と合わせ、選択を誤らないよう留意すべきです。筆者はここが非常に重要であると考えますが、実務においてはあまり意識されないまま進んでいるケースが少なくないと思われます。

3. 「従業員エンゲージメント」測定の難しさと真摯に向き合う

二番目のポイント「(2)従業員エンゲージメントを的確に測定できるか」については、意識調査の技術的な課題がポイントとなります。

従業員エンゲージメントのアンケート調査は、一種の心理テストです。「ここに橋をかけた方がよいかどうか」といったような、客観的な意見を問うアンケートとは異なり、回答者自身の意識を答えてもらうものです。こうした心理テストを的確に行うには、クリアしなければならない技術的なポイントがあります。

例えば、ダイレクトに「あなたは当社で、やりがいや働きがいを感じ、主体的に業務に取り組んでいますか?」と質問したらどうなるでしょうか。

おそらく瞬時に「(なんだかよくわからないけど)Yes」と答えた方がよさそうだな」という直感が働きます。結果として事実と異なる、ポジティブに振れた回答結果が集まってしまうでしょう。

この場合、二つ問題があります。第一に「回答者がよくわからないまま回答しているので、実は意図した意味での従業員エンゲージメントを測定できていない」こと、第二に「事実よりもポジティブに振れた回答結果が、不適切な対策につながる」ことです。

上記の例を含め、的確に測定できない設問では、従業員のエンゲージメントレベルを把握する目的を果たせず、結果として不適切な対策につながり、人的資本にとってむしろマイナスの影響をもたらしかねません。

心理テストの調査設計には、心理学や統計学の専門知識が必要です。調査会社が商品となる調査票を開発する場合も、大学等の研究者の協力や監修を得て作成することが少なくありません。

企業が独自の定義を設定する場合も同様の注意が必要ですし、調査会社等の提供する商品・サービスを利用する場合も、心理学や統計学の知見が十分に反映された商品・サービスであることを確認した方がよいでしょう。

(図表 2) 心理テストの調査設計に必要となる知見の例

【心理測定調査票の信頼性・妥当性の検証方法】

- 信頼性 テストによって測定される結果が一貫しているかどうか
 - ・再テスト法…同一テストを2度繰り返し、テスト間の得点の相関が高いか
 - ・内的整合性…クロンバックの α 係数が1に近いか
(1に近いほど各項目が同じ概念を測定しているといえる)
- 妥当性 テストが測定している目標を確実に測定しているかどうか
 - ・内容的妥当性…心理等の専門家からみてテスト内容が理にかなっているか
 - ・基準関連妥当性…他の同一概念を測定する既存テストとの相関が高いか
 - ・構成概念妥当性…因子分析による得点構造と構成概念が一致しているか

4. 世の中で定まった定義・測定方法を活用する選択肢

「従業員エンゲージメント」はすでにバズワードとなっている感があり、様々な「従業員エンゲージメント・サーベイ」が世に出ていて目移りしてしまいます。

HR-Techの充実は、経済発展のためにも産業競争力の向上のためにも重要ですので、多くのサービスが提案され、サービスの質が向上していくことが望まれます。

一方、HR-Tech等の事業者が提供する従業員エンゲージメント・サーベイは、それぞれ定義が異なり、ユーザー企業から見て専門家の関与度合いが不明であったり、事業者によってはサーベイの核となる部分がブラックボックスになっていたりすることもあるようです。

HR-Techに乗せたサーベイは生産性が高く、フィードバックもリアルタイムに可能であるなど、そのメリットは大きいです。

その一方で、サーベイ自体の定義、内容、そして信頼性や妥当性を無視することは、従業員エンゲージメントを把握し、パーパスに照らして継続的に向上を図る、という最も基本的な取り組みの意義をも揺るがします。そのようなことがないようにするためにも、従業員エンゲージメントの自社としての定義をしっかりと決め、決めた定義にのっとったサーベイを実施する、という基本的なことを大切にすべきと考えます。

従業員エンゲージメントは定義が定まっていますが、新旧レポートが方向づけている従業員エンゲージメントの方向性に沿っていると思われる、心理学の世界で定義が定まっている概念として「ワーク・エンゲイジメント(以下「WE」と表記)」や「ワーク・モチベーション(以下「WM」と表記)」などがあります。

企業が「自社の従業員エンゲージメント」を設定する際、このような心理学的にも定義が定まった「WE」や「WM」等を組み合わせて活用することも選択肢となると考えます。(活用する場合は著作権や版権に留意し、適宜権利者の許諾を得る必要があります。)

WEは、産業保健分野のバーンアウト研究を基にオランダで開発され、日本をはじめ世界中で研究が進められている概念です。WEはある程度安定した心理的な状態として定義されています。WEを高めるためのアプローチについても知見が蓄積されてきています。

【WE】

次の3つがそろった状態であり、バーンアウト(燃え尽き)の対概念。

- ・熱意： 仕事にやりがいや誇りを感じている
- ・没頭： 仕事に熱心に取り組んでいる

- ・活力： 仕事から活力を得ていきいきとしている

WMは、仕事におけるモチベーションを指し、心理的なプロセスとして定義されています。WMは職務特性により異なる捉え方をする必要のあることから、職務特性別の影響を考慮する「多側面WMモデル」という考え方が、日本の研究者から提示されています。

【WM】

仕事の目標に向けて行動を方向付け、活性化し、維持する心理的プロセス。
次の3つの要素で構成される。

- ・方向性： 目標を、なぜ、どのように成し遂げるかの明確性
- ・強度： 目標の実現に向けた努力や意識の高さ
- ・持続性： 目標を達成するまでの粘り強さや継続性

このようにWEが比較的安定した心理的な状態として定義される(現状を測定値として「見える化」することができる)のに対して、WMは心理的なプロセスとして定義(因果関係を念頭に課題検討に活用することができる)されます。

状態としてのWEは、従業員エンゲージメントレベルの指標として活用しやすく、プロセスとしてのWMは、従業員エンゲージメントレベルを向上するための課題分析等の切り口として活用できると考えます。

従業員エンゲージメントの「見える化」と「継続的向上」を図りたい企業にとって、こうした定義の定まった概念を組み合わせ「わが社の従業員エンゲージメントの定義である」とすることも合理的な選択肢となるのではないのでしょうか。

これらの概念は研究の蓄積があり、測定するための調査設問の信頼性や妥当性も検証されていますので、企業間で差が開くポイントの「(1)従業員エンゲージメントとは何か、的確に定義できるか」と「(2)従業員エンゲージメントを的確に測定できるか」の二点を併せてクリアすることができます。

また、WMを定義に取り入れることで「(3)従業員エンゲージメントを向上するための施策を的確に実施できるか」という次のポイントに取り組みやすくなるものと考えます。

5. パーパス経営の観点からみた従業員エンゲージメント

三番目のポイント「(3)従業員エンゲージメントを向上するための施策を的確に実施できるか」に関連して、新レポートは次の四つの取組項目を掲げています。

- ・「エンゲージメントレベルに応じたストレッチアサインメント」
- ・「社内のできるだけ広いポジションの公募制化」
- ・「副業・兼業等の多様な働き方の推進」
- ・「健康経営への投資と Well-being の視点の取り込み」

一方、新レポートでは、「今回のレポートの狙い」の中で次のように記しています。

- ただし、各企業が、この報告書の中で挙げる全ての項目にチェックリスト的に取り組むことを求めるものではない。企業によって、その事業内容や置かれた環境は様々であり、外形的に当てはめて行動することは、必ずしも意味をなさない。ここで挙げた内容

以外を取組が有効な打ち手となることも考えられ、各企業が主体的に、人的資本経営をどのように実践すべきか考えていくことが求められる。(新レポート p.10)

このように新レポートは、従業員エンゲージメントを向上するための施策は上述の四つの取組を必須とするわけでも、限定するわけでもない、という立場です。

会社として取り組むべき施策は、自社のパーパスとの整合性・関係性に留意して検討すべきでしょう。(2)のサーベイで得られた情報をもとに、パーパスに照らし課題を抽出するのが基本的なアプローチといえます。

各社のパーパスの違いは、施策の違いにも表れると考えられます。このとき、(2)のサーベイとして「多側面WM」を測定していると、職務特性にマッチした切り口で課題と施策を検討することができると考えられます。

例えば、中核事業を重視しオーガニックな成長を志向する企業は、従業員をはじめとしたステークホルダーの協力を重視したパーパスを掲げているかもしれません。

そのようなケースでは、多側面WMモデルでいう協力志向的モチベーションを手掛かりとした施策が選択肢に挙がるでしょう。

あるいは、従業員の専門的知見を強みとする研究開発型企業は、従業員が自己研鑽を通じて世の中に貢献することを重視したパーパスを掲げているかもしれません。

そのようなケースでは、多側面WMモデルの学習志向的モチベーションを手掛かりとした施策が選択肢になるでしょう。

パーパスの違いは、その企業で何が重視され、従業員が仕事の中で何を意識するかに影響します。パーパスが違えば仕事の中身が変わり、従業員エンゲージメントに何が影響するか、といったWMのプロセスも変わると考えるべきです。

6. 従業員エンゲージメント向上の取り組みの、新たな可能性

人的資本経営を実現するために従業員エンゲージメントを見える化し、継続的に向上を図る、という取り組みが、上場企業をはじめとして大きな流れになっていったとき、新たな可能性が展望できます。

今後、従業員エンゲージメントの測定結果についても、市場等に向け開示する企業が増えていく可能性があります。

一方、様々なエンゲージメント・サーベイの測定結果が、企業のその後の業績にどう影響していくか、といった因果関係に関する検証は、まだほとんどなされていません。

サーベイの指標と企業業績に相関があるとの分析結果を発表している例はいくつかありますが、因果関係があるといっているわけではないので注意が必要です。どのサーベイの提供元も、「この指標がどうなったら、こうしたメカニズムで業績に影響していく」ということまでは言っていないのです。

市場に向けて業績とともに従業員エンゲージメントの指標なども開示されるようになると、指標と業績との関係を時系列に追うことができるようになります。

このとき、どのような企業が、どんな従業員エンゲージメントを測定していると、その変化から将来の業績を予測できるのか、ということが徐々に明らかになると期待されます。

個々の企業は、そのような予測力（相関ではありません）の高い指標を活用したいと考えるようになるでしょう。

また、企業にとってだけでなく、従業員個人にとっても新たな可能性が展望できます。

従業員エンゲージメントのような意識調査は、これまで無記名調査とすべきとされてきました。記名調査では従業員が率直に回答しづらく様々なデメリットがあるためです。

HR-Tech の発展により、企業には匿名調査として提供しながら、回答者には本人の測定結果をフィードバックする、ということが技術的にやりやすくなっています。（個人情報保護の点で、まだ課題はあると考えますが。）

個人の測定結果は、本人の成長や健康維持、キャリアデザイン、資産形成等に役立てることができるとは思いますが、もちろん、これらは企業の人的資本充実にもつながると考えられます。

企業が真摯に従業員のことをみつめ、パーパス等に照らして適切な対応を取り続けることが従業員エンゲージメントを高め人的資本の充実につながります。従業員一人ひとりの違いを多様性として尊重することも重要になってくると思われまます。

それには従業員自身が「自分が実は人生において何を目指しているのか」といった根源的な問いに向き合うことも必要になるでしょう。

上場企業だけでなく多くの企業が、人的資本経営の実現に向けて、自社のパーパスや戦略に照らし、しっかりと従業員エンゲージメントを定義し、活用している未来を展望してほしいと思います。

その未来は、企業のパーパスや仕事の違い等をふまえた取組が展開され、多様な従業員の Well-being が尊重された企業社会であるはずですが、そこは従業員エンゲージメントの情報開示を通じて企業価値がダイナミックに評価される社会であるかもしれません。

本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

参考文献

- 「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会 報告書～人材版伊藤レポート～」(2020年)経済産業省
- 「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書～人材版伊藤レポート 2.0～」(2022年)経済産業省
- 「ワーク・エンゲイジメント」(2014年)アーノルド・B・バックナー、マイケル・P・ライター著 / 島津明人 総監訳
- 「我が国における多側面ワーク・モチベーション尺度の開発」(産業・組織心理学研究 2017年)池田浩、森永雄太

中期市場見通しに基づく期待リターンとリスク

年金運用部 シニア運用コンサルタント 福田 泰彦

企業年金のお客様が資産配分を策定する際に必要となる各資産の中期目線での期待リターン、リスク、相関係数につき、その必要性について言及するとともに、弊社における当該主要推定値、ならびに、実践ポートフォリオの検討例を紹介します。

1. 中期期待リターン・リスクの必要性

年金運用においては、代表的な市場指数を用いて各アセットクラスのリターンとリスクを推計し、それらに基づいて政策アセットミックスが策定されています。政策アセットミックスとは、企業年金として中長期で維持すべき基本的な資産配分のことで、基本ポートフォリオとも呼ばれます。所定の資産・負債の特性や課せられた制約のもと、運用目標を達成するために、企業年金が運用の基本方針（企業年金が運用を行っていくための枠組であり、リスク許容度等個別要因に応じて策定）を資産配分という形式で具現化したものです。具体的には、複数資産でのリスク・リターン特性に応じて描かれる効率的フロンティアから、リスク許容度の大きさ、年金 ALM の状況などを踏まえて決定します。

また、この政策アセットミックスを踏まえた、より詳細かつ具体的な運用ポートフォリオを実践ポートフォリオと言います。政策アセットミックスは、資産配分（例えば伝統資産で構成される場合、国内債券〇%、国内株式〇%、外国債券〇%、外国株式〇%等と示される）という大きな枠組として示されるのに対し、実践ポートフォリオは、上記各資産から更にブレイクダウンし、サブアセットクラス（超長期債、ハイイールド債、最小分散、プライベートエクイティ、ヘッジファンド等）や具体的商品（ファンド）まで踏み込んだ資産配分を示すものであり、文字通り運用における実践的なポートフォリオと言えます。

そして、この実践ポートフォリオ構築において重要な役割を果たすのが「中期期待リターンとリスク」です。中期（3～5年）の運用期間を目線とし、組入れ商品の期待リターン、リスク（標準偏差）、更には相関係数を推定・算出し、これら数値に基づき、各企業年金のリスク・リターン特性に応じた実践ポートフォリオを構築します。また、これら推定値はある時点での実践ポートフォリオのリスク・リターン特性分析や、その分析結果に基づいたポートフォリオ運用効率の改善検討といったプロセスにも活用することができます。次節においてはまず、弊社中期期待リターン・リスクの推定値についてみていくことにします。

2. 中期期待リターン・リスクの推定値

伝統資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、ヘッジ外債、短期資産）の期待リターンについては、弊社の 2022 年度の中期市場見通し、すなわち、「実質 GDP 成長率は景気拡大基調を継続、FRB（米連邦準備制度）は 2022 年にも利上げに着手するとの想定のもと、株価・金利は景気回復に伴って緩やかに上昇」といったシナリオに基づいています（図表 1）。

2021 年度の見通し対比では、景気回復に応じ企業業績は堅調に推移との想定は継続していることから、国内株式、外国株式ともに期待リターンは大きくは変わっておりません。

更に、伝統資産間の相関係数を図表 2 にて、伝統資産のサブアセットクラスの期待リターン、リスクの分布を図表 3 にて示しています（伝統資産を赤でプロット）。

(図表 1) 伝統資産の期待リターンとリスク（注 1：主な伝統資産の指数）

	期待リターン			リスク		
	2022年度	2021年度	変化幅	2022年度	2021年度	変化幅
国内債券	0.15%	0.05%	0.10%	1.9%	1.9%	▲ 0.0%
国内株式	4.9%	5.5%	▲ 0.6%	17.1%	17.4%	▲ 0.2%
外国債券	1.3%	0.9%	0.4%	8.8%	9.3%	▲ 0.5%
外国株式	6.7%	7.3%	▲ 0.6%	18.9%	19.1%	▲ 0.2%
ヘッジ外債	0.2%	0.2%	0.0%	3.7%	3.7%	0.0%
短期資産	▲ 0.02%	▲ 0.08%	0.06%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%

(出所) 弊社作成

- ・期待リターンは市場見通しに基づくシナリオ等により推定
- ・リスク＝観測期間における月次リターンの標準偏差（月次リターン観測期間は原則 20 年）

注 1：国内債券：NOMURA-BPI（総合）、国内株式：TOPIX、外国債券：FTSE-WGBI（除く日本）、外国株式：MSCI-KOKUSAI、ヘッジ外債：FTSE-WGBI（除く日本、為替ヘッジ有）、短期資産：有担保コール翌日物

(図表 2) 相関係数

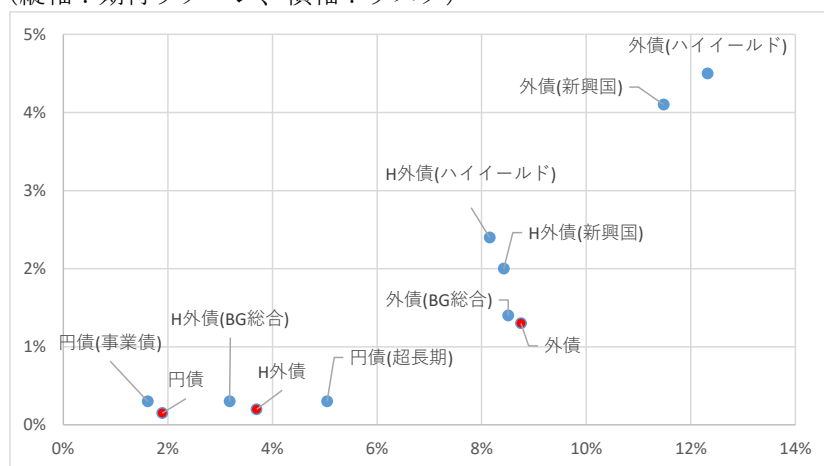
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ外債	短期資産
国内債券	1.0					
国内株式	▲ 0.3	1.0				
外国債券	▲ 0.0	0.5	1.0			
外国株式	▲ 0.2	0.7	0.6	1.0		
ヘッジ外債	0.5	▲ 0.3	0.1	▲ 0.4	1.0	
短期資産	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	1.0

(出所) 弊社作成

- ・相関係数＝観測期間における月次リターンに関する資産間相関係数

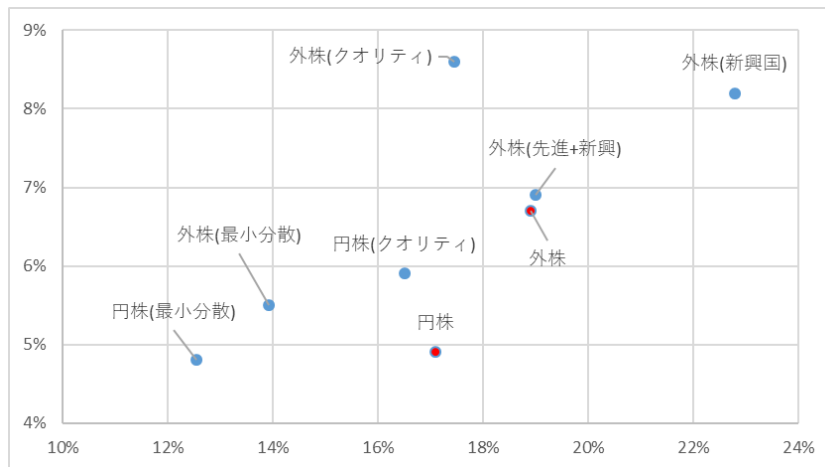
(図表 3) サブアセットクラス（債券、株式、オルタナティブ資産）の期待リターン・リスク
（縦軸：期待リターン、横軸：リスク）

図表 3-1
債券

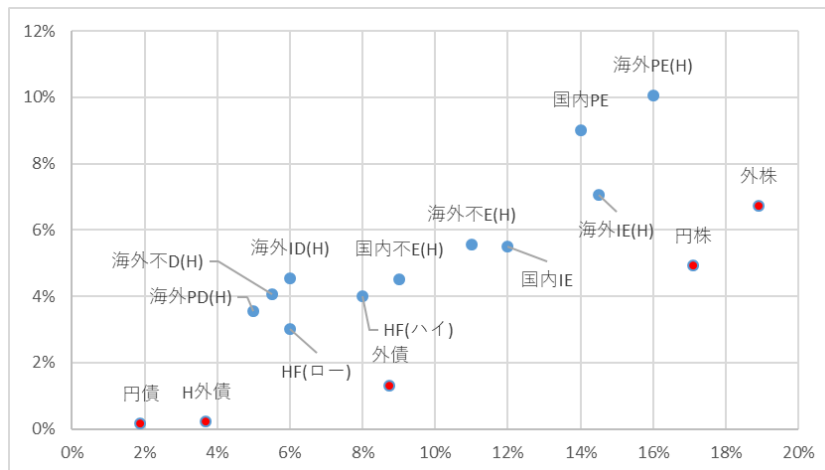


・ H：為替ヘッジ有、BG 総合：Bloomberg Global 総合

図表 3-2
株式



図表 3-3
オルタナティブ資産



・不D：不動産デット、不E：不動産エクイティ、ID：インフラデット、IE：インフラエクイティ、PE：プライベートエクイティ、PD：プライベートデット、HF（ロー）：アービトラージ（証券、デリバティブ間の価格差に着目して収益を狙う）型のローリスクヘッジファンド、HF（ハイ）：ディレクショナル（各種資産価格の歪みやトレンドを予測して収益を狙う）型のハイリスクヘッジファンド

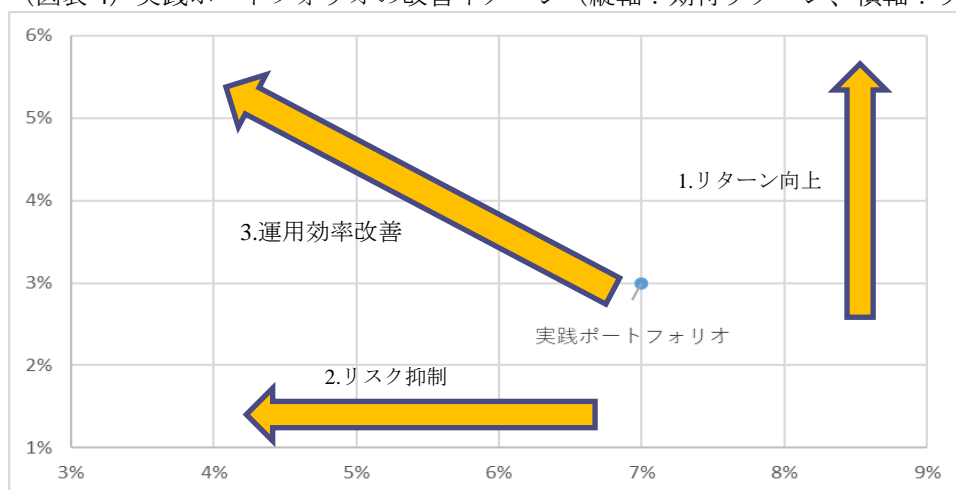
ここで、サブアセットクラスのリスク・リターン特性について図表 3 を参照しながらみていきます。

債券（図表 3-1）については、例えば新興国等、リスクを取ることによってインカム収益が期待できるサブアセットクラスは、伝統資産（円債、外債、ヘッジ外債）と比較して図表の右上に位置し、期待リターンやリスクの見通しが相対的に高いことが判ります。また、株式（図表 3-2）については、例えばスマートβ（注 2）等、運用効率の良いサブアセットクラスは、伝統資産（円株、外株）と比較して図表の左上に位置し、リスクの見通しは相対的に低いものの期待リターンが高くなっています。更にオルタナティブ資産（図表 3-3）については、プライベートエクイティやインフラ等、伝統資産と比較して相対的に運用効率が高く、図表の左上に位置することになります。実践ポートフォリオ構築の際には、これらのような期待リターン・リスクの位置関係をイメージすると整理がしやすくなります。続いて次節では、実践ポートフォリオにどのように組込んでいくとよいのかについて、簡単な例を用いて説明します。

3. 中期期待リターン・リスク推定結果の活用例

推定結果をどのように用いるのかについて解説するにあたり、ここでは、実践ポートフォリオ全体の期待リターンを 3%、リスクを 7% という前提をおきます。図表 4 を参照いただくと、期待リターン 3%、リスク 7% のところに、実践ポートフォリオがプロットされています。このポートフォリオをより良いポートフォリオとするためにはどうしたらよいのでしょうか。取り得る選択肢として次の 3 つが考えられます。すなわち、期待リターンの向上を狙うケース（1.リターン向上）、リスクの低減を狙うケース（2.リスク抑制）、運用効率の向上を狙うケース（3.運用効率改善）の 3 つのケースです。

（図表 4）実践ポートフォリオの改善イメージ（縦軸：期待リターン、横軸：リスク）



（出所）弊社作成

もし、現状のポートフォリオと比較して期待リターンの向上に主眼をおきたい場合は、図表 3 で示しているサブアセットクラスの中で、期待リターンの高い（リターン追求型）ファンド等を、リスク低減、運用効率改善に主眼をおきたい場合は、順に、リスクの低い（リスク抑制型）ファンド、運用効率の高い（運用効率改善型）ファンド等を、資産間・商品間の相関も踏まえた実践ポートフォリオ全体のリスク・リターン特性を念頭におきつつ、当該ポートフォリオに組込んでいくことになります。

このように、実践ポートフォリオに対し、推定された期待リターン、リスクに基づいた分析、検証を通じて如何にして現状からの改善を図るか、という点が各企業年金における共通課題となっています。特に足許の市場環境の変化を踏まえ、オルタナティブ資産の投資拡大などポートフォリオの見直しを検討される際、本稿でお示ししたように、中期見通しに基づいた実践ポートフォリオのリスク・リターン特性を把握することが大切です。そして、見直しの際、個々のファンドの良し悪しだけでなく、ポートフォリオ全体で見て、リスク・リターン特性などが意図した改善となっているか確認することも重要と言えます。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注 2：従来の時価総額型加重指数のように市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標（売上高、営業キャッシュフロー、配当金など）や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された指数をベンチマークとして運用するファンド

人への投資

岸田首相が男女間の賃金格差に関する開示を義務化すると表明したという。「新しい資本主義実現会議」での議論を基に、今夏にも制度が開始されるよう準備が進められるようだ。

新しい資本主義は「成長と分配の好循環」と「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとしているが、議論のための論点案の中に、『「費用としての人件費から、資産としての人的投資」への変革を進め、新しい資本主義が目指す成長と分配の好循環を生み出す』という文言がある。「人への投資」として働き手のスキルアップや人財育成策の拡充を挙げるほか、賃金の引上げを新しい資本主義の核と位置づけて、その一環として諸外国と比べて大きい男女間の賃金格差解消を目指しているわけだ。

新聞報道によると、各社の HP や厚生労働省の専用データベースなどで求職者が情報を確認できるようにする他、上場企業については有価証券報告書で男女間の賃金格差に関する開示を義務づけるという。有価証券報告書での開示が賃金格差是正につながる効果について疑問を感じる人がいるかもしれない。ただ、岸田首相は就任後の所信表明演説で「株主だけでなく、従業員、取引先も恩恵を受けられる「三方良し」の経営が重要であり、非財務情報開示の充実、四半期開示の見直しなどに取り組む」と述べており、ESG や SDG s などを含めた非財務情報の開示の充実に対する熱意が感じられる。外部の第三者の評価は企業活動をモニタリングする重要なツールであることを考えると、開示が企業の意識を変え、結果的に日本企業全体の企業価値向上につながるという期待が持てる。

前述の「費用としての人件費から資産としての人的投資」は示唆に富む表現である。日本企業はバブル崩壊以降、どちらかというと費用としての人件費に着目してきたと言える。事実、費用を圧縮するという観点から賃金抑制、非正規雇用の拡大が主に行われたが、これは現状の日本経済が抱える課題の 1 つとなっている。これに対し、費用としての人件費という観点では、費用対効果の引上げや適正化という方法がある。費用対効果の引上げは人材育成や研修など既存社員の底上げが中心と思われ、一方、費用対効果の適正化は新規人材の確保におけるキャリア採用や、IT 業界で行われている高待遇での新卒採用などで実現可能と考えられ、次第に広がってきているようだ。この費用対効果の適正化は投資の効果を実現させるという点で、資産としての人的投資に重なるものとも言えよう。

岸田首相の標榜する新しい資本主義の考え方や進むべき方向について、筆者は全面的に支持するものである。もっとも、実現するのはなかなか難しいとも思う。人件費に関してこれまでの削減一辺倒から、必要な支出は拡大させることが求められることになるからだ。人を減らしたり、より低賃金の人に入れ替えて人件費を削減するのは容易だが、人への投資は、効果の有無や投資回収の可能性を客観的に検証することは困難である。難しい課題に挑戦して成長に繋げることを大いに期待している。

2022 年 5 月 26 日
アナリスト 久野 正徳

本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境、企業動向の変化や相場変動、労働法制、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご注意ください。

本資料は、弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士・社会保険労務士等にご確認くださいようお願い申し上げます。

本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、弊社は一切責任を負いません。

本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい

三菱UFJ信託銀行株式会社 年金コンサルティング部
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1 三菱 UFJ 銀行本館ビル

www.mufg.jp