

# 三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2023 年 1 月号

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



《次期年金改革に向けて その 2》 社会保障審議会「第 1 回年金財政における経済前提に関する専門委員会」及び 「第 20 回企業年金・個人年金部会」の概要 年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	1
《人事制度の見直し》 定年延長の実施検討への第一歩～将来シミュレーションの活用～ 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 関口 翔太	11
《これからの人事の考え方 その 3》 企業タイプ別の報酬カーブ等について 年金コンサルティング部 顧問 堀田 達也	19
《年金運用マネジメント》 ブームの踊り場にきた ESG 投資② アセットマネジメント事業部 責任投資スペシャリスト 岡本 卓万	23
《時事のつぶやき》 書籍・記事のデジタル化 アナリスト 久野 正徳	32

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>

## 社会保障審議会「第 1 回年金財政における経済前提に関する専門委員会」及び「第 20 回企業年金・個人年金部会」の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

2024 年の公的年金財政検証に向けて、「第 1 回年金財政における経済前提に関する専門委員会（以下、専門委員会）」が、2022 年 11 月 18 日に開催されました。これは、本誌前号でお伝えした通り、同 10 月 25 日に開催された「第 1 回年金部会」において、2024 年までに行う公的年金財政検証における経済前提等について、年金部会での審議に資するため、専門的・技術的な事項について検討を行う専門委員会として設置されたものです。

また、「第 20 回企業年金・個人年金部会」が、2022 年 12 月 7 日に開催され、iDeCo の加入可能年齢の 70 歳への引き上げ等について、議論が行われました。本稿では、これらの議論の概要についてお伝えします。

### 1. 経済前提の基本的な考え方

専門委員会の冒頭で、委員長の選出が行われました。委員長には、深尾京司 日本貿易振興機構アジア経済研究所所長・一橋大学特命教授が選出されました。

その後、事務局から、経済前提の設定に関しての基本的な考え方、前回 2019 年財政検証時の経済モデルと各種パラメータの設定方法についての説明がなされました。

経済前提の基本的な考え方として、「①財政検証は、2004 年改正により導入された財源の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）の中で、長期的な財政の健全性を検証するもの」であること、「②財政検証においては、人口や経済の長期的な前提を設定する必要があるが、少なくとも 5 年ごとに最新データを用いて検証することが法律で規定<sup>注1</sup>されている」こと、「③財政検証の結果は、将来の状況を正確に見通す予測（Forecast）というよりも、現時点で得られるデータを将来の年金財政に投影（Projection）するものであり、複数のシナリオを幅広く設定し、幅を持って解釈する必要がある」こと、また、「④財政検証は 100 年にわたる超長期の推計であり、足下の一時的な変動にとらわれず、超長期の視点に立つ必要がある」こと、「⑤賦課方式の公的年金は（人口構造の変化による影響を除くと）財源（収入）・給付（支出）ともに賃金の変化に応じて変動するため、年金財政へ大きな影響を与えるのは賃金上昇に連動しない実質賃金上昇率（賃金上昇率と物価上昇率の差）と実質的な運用利回り（スプレッド）である」こと、などが説明されました。

### 2. 経済モデルとパラメータの設定前提

長期の経済前提の設定に用いるマクロ経済に関する試算の枠組み（経済モデルの建て方）については、一国経済の推計を行う際に用いられる標準的な生産関数である「コブ・ダグラス型生産関数」（図表 1）を用いて過去の実績を基礎としつつ、日本経済の潜在的な成長力の見通しや労働力需給の見通しを踏まえたパラメータを設定し、将来の経済成長率等の推計を行います。将来の成長見通しについては、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」を基に、賃金

上昇率、全要素生産性（TFP）<sup>注2</sup> 上昇率等の複数パターンを設定し、労働需給については、独立行政法人 労働政策研究・研修機構（以下、JILPT）の「労働力需給の推計」を使用します。

（図表 1）コブ・ダグラス型生産関数

$$\text{経済成長率 (実質GDP成長率)} = \text{全要素生産性 (TFP) 上昇率} + (\text{資本成長率} \times \text{資本分配率}) + (\text{労働成長率} \times \text{労働分配率})$$

出所：厚生労働省社会保障審議会「第1回年金財政における経済前提に関する専門委員会」（資料1）より筆者作成

2019年財政検証では、このうち全要素生産性（TFP）上昇率の長期予測について、複数のシナリオを幅広く設定して幅を持って解釈する必要があることから、内閣府試算の対象期間である2028年度までは内閣府試算に準拠した設定とし、足下0.4%から「成長実現ケース」では1.3%まで、「ベースラインケース」では0.8%まで上昇する設定としました。2029年度以降は「成長実現ケース」に接続するものとして、2029年度以降も1.3%で推移するケース（ケースⅠ）、内閣府試算よりも下方に設定するケースとして1.1%で推移するケース（ケースⅡ）、0.9%で推移するケース（ケースⅢ）が設定され、「ベースラインケース」に接続するものとしては、2029年度以降も0.8%で推移するケース（ケースⅣ）、内閣府試算よりも下方に設定するケースとして0.6%で推移するケース（ケースⅤ）、0.3%で推移するケース（ケースⅥ）の6ケースが設定されました（図表2）。

また、労働成長率を算定する基となる労働投入量（労働力率）の設定については、JILPTの労働力需給推計に準拠し、シナリオの組み合わせについては、内閣府試算との整合性を踏まえつつ、内閣府試算で想定されていない「労働参加が進まないケース」についても設定されました。具体的には、内閣府試算の「成長実現ケース」に接続するケースⅠ～Ⅲについては、労働力需給推計の「経済成長と労働参加が進むケース」を、ベースラインケースと接続するケースのうち、ケースⅣ、Ⅴについては、「経済成長と労働参加が一定程度進むケース」、最も低いケースⅥについては、「経済成長と労働参加が進まないケース」が組み合わせられました。

（図表 2）2019年公的年金財政検証における経済前提のケース設定

ケース	将来の経済状況の仮定		経済前提				参考 経済成長率 (実質)2029年度 以降20~30年	
	労働力率	全要素生産性(TFP) 上昇率	物価 上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り			
					実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>		
Ⅰ	内閣府試算 「成長実現ケース」に接続する もの	経済成長と 労働参加が 進むケース	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
Ⅱ		1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%	
Ⅲ		0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%	
Ⅳ	内閣府試算 「ベースライン ケース」に接続 するもの	経済成長と労働 参加が一定程度 進むケース	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
Ⅴ		0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%	
Ⅵ	経済成長と 労働参加が 進まないケース	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	▲0.5%	

出所：厚生労働省社会保障審議会「第1回年金財政における経済前提に関する専門委員会」（資料1）より筆者作成

経済成長率以外の経済前提として、実質的な運用利回りについては、近年、長期金利が中央銀行の政策の影響を受けること、GPIFの市場運用開始から17年以上が経過しており、GPIF

の運用実績を活用する環境が整ったことから、2019 年財政検証から GPIF の運用実績を活用する方法に変更されました。

また、実質賃金上昇率については、近年、実質経済成長率と比べて伸びが低いことが確認されており、この要因は、GDP デフレーターと消費者物価指数のデフレーターの違い等によるものであり、この算式の違いは将来にわたり続くと考えられるため、この影響を一定程度考慮するものとされました。

### 3. 経済前提等に関する諸意見等

前回の年金法改正の際、「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議」（2020 年 5 月 28 日参議院厚生労働委員会）においては、「次期財政検証に向けて、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う社会経済への長期的な影響等を踏まえた財政検証を実施すること。加えて、より実態に即した検証を行うこと」が規定されました（図表 3）。

（図表 3）経済前提等に関する検討事項

項目	概要
(1) 2020 年「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議」	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う急速な景気後退や暮らし方、働き方の変化等による社会経済への長期的な影響等について、その結果を踏まえた財政検証を実施すること。</li> <li>✓ 全要素生産性上昇率や実質賃金上昇率の長期の前提について足下の状況を踏まえ、現実的かつ多様な経済前提の下でその結果を示すとともに、モデル年金世帯以外の多様な世帯の所得代替率を試算するなど、より実態に即した検証を行うこと。</li> </ul>
(2) 2019 年財政検証に基づく公的年金制度の財政検証（ピアレビュー）	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 実質賃金上昇率が更に低水準である前提の追加も検討すべきである。</li> <li>✓ 長期の運用利回りの設定において使用している GPIF の実績について、実績をそのまま用いるのではなく、その当時の基本ポートフォリオと今後の基本ポートフォリオの相違を補正することを検討すべきである。</li> <li>✓ 全要素生産性(TFP)上昇率の設定については、足元の低下傾向に留意しつつ、今後の推移を注視していく必要がある</li> <li>✓ 積立金の初期値の設定方法について、時価に基づく一時点の実績を参照しているため、金融経済情勢の変動による影響を受けやすいため、例えば数理的評価（過去の一定期間の時価の平滑化を行う評価方法）とするなど、マクロ経済スライドの最終年度の決定にふさわしいものとなるよう工夫が必要である。</li> </ul>
(3) 社会保障審議会年金部会における議論の整理	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ マクロ経済スライドの効果については、引き続き、状況の検証を行うべきである</li> </ul>

出所：厚生労働省社会保障審議会「第1回年金部会」（資料2）より筆者作成

また、「2019 年財政検証に基づく公的年金制度の財政検証（ピアレビュー）」（2020 年 12 月 25 日社会保障審議会年金数理部会）においては、「①実質賃金上昇率が更に低水準である前提の追加も検討すべきである」、「②長期の運用利回りの設定において使用している GPIF の実績について、当時の基本ポートフォリオと今後の基本ポートフォリオの相違を補正することを検討すべきである」、「③全要素生産性（TFP）上昇率の設定については、足元の低下傾向に留意しつつ、今後の推移を注視していく必要がある」ことが指摘され、経済前提の設定

については今後も研究・検討を行うことが望まれるとしています。積立金の初期値の設定方法については、「④将来見通しの出発点となる積立金については、例えば数理的評価（過去の一定期間の時価の平滑化を行う評価方法）とするなど、マクロ経済スライドの最終年度の決定にふさわしいものとなるよう工夫が必要である。」ことも示されました。

さらに、「社会保障審議会年金部会における議論の整理」（2019年12月27日年金部会）では、「2016年年金改革法による年金額改定ルールの見直しの影響が、将来世代の給付水準の上昇につながることを確認されたところであり、マクロ経済スライドの効果について、引き続き、その状況の検証を行うべきである」とされました（図表3）。

これらについて事務局から説明の後、出席委員による意見交換が行われました（図表4）。

（図表4）出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見	
✓	新型コロナウイルスの影響をどの程度考慮するのか検討が必要
✓	経済モデルフレームでは外生要因の影響を受けるため、パラメータをどう適切に設定するのが重要
✓	<b>外生要因の総投資率の設定方法については、どのような設定とすべきかの検討が必要</b>
✓	賃金上昇率については、経済前提での設定と実際の賃金上昇率が異なる動きとなっていることへの配慮が必要
✓	近年、労働参加が進んでも総労働時間が増えず、賃金が上昇しないケースがある
✓	高齢化が全要素生産性(TFP)にどのような影響を与えているのかの検討が必要
✓	2019年ではGPIFの運用実績とイールドカーブを使用した、長期金利の決定要素がそのままイールドカーブに影響するとも限らない
✓	ある1時点のイールドカーブを使用するのは適正ではない、GPIFの運用実績の使用についても、基本ポートフォリオが変更されているため、単純にそのまま使用することで良いのか検討が必要
✓	2019年財政検証では、SNA(国民経済計算) <sup>注3</sup> 2011年基準で実施されたが、現在はSNA2015年基準 <sup>注4</sup> に変更されている。これを2024年財政検証にどのように反映させていくかの検討が必要である
✓	賃金上昇率の設定に際しては、SNA2015年基準で総報酬上昇率がどう規定されているかの確認が必要
✓	経済前提のそれぞれの設定が、年金額の所得代替率にどのような影響を与えていくのかを検討する必要がある

出所：厚生労働省社会保障審議会「第1回 年金財政における経済前提に関する専門委員会」を傍聴して筆者作成

今回の専門委員会の開催時期等については明らかにされておりませんが、今後、前述の指摘事項や委員からの意見等を参考に、2024年公的年金財政検証のための経済前提等の設定についての議論が進められていきます。専門委員会での検討結果は、2024年春までにとりまとめが行われて年金部会に報告され、2024年の夏頃に公的年金財政検証が実施される予定です。

## 4. 第20回企業年金・個人年金部会の概要

12月7日、「第20回企業年金・個人年金部会（以下、企・個部会）」が開催され、11月28日に政府の「第13回新しい資本主義実現会議」で取りまとめられた「資産所得倍増プラン」および「スタートアップ育成5か年計画」等に基づき、この中で示された企業年金・個人年金に係る事項（図表5）に関して、「iDeCoの加入可能年齢の70歳までの引き上げ」等を中心に、当面对応が必要な事項についての議論が行われました。

(図表 5) 「資産所得倍増プラン」の中で企業年金・個人年金に係る事項

項目	基本的考え方
(1) 加入可能年齢の引上げなど iDeCo 制度の改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ iDeCo の加入者は増加しているが、まだ利用を進める余地が大きく、認知度の向上や手続きの煩雑さの解消を進め、iDeCo をより容易にかつ幅広く活用できるようにする。</li> <li>✓ 高齢者の就業機会確保の努力義務が 70 歳まで伸びていること、働き方やライフスタイルが多様化していることに留意し、<u>老後に向けた家計の資産形成の更なる環境整備が求められていることから、iDeCo の改革を実施する。</u></li> </ul>
(2) 消費者に対して中立的で信頼できるアドバイスの提供を促すための仕組みの創設	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2024 年中に新たに「金融経済教育推進機構(仮称)」を設置し、アドバイスの円滑な提供に向けた環境整備や中立的なアドバイザーの認定、アドバイザーが継続的に質の高いサービスを提供できるようにするための支援を行う。</li> <li>✓ 助言対象を絞った投資助言業(例えば、つみたて NISA や iDeCo における投資可能商品に限定)の登録要件の緩和を、必要な監督体制の整備と併せて検討する。</li> </ul>
(3) 企業における雇用者に対する資産形成の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 雇用者の資産形成の支援のための取組は、<u>人的資本の戦略上も重要であり、中小企業も含めた幅広い支援を行っていくことが求められる</u>ため、必要な支援の検討を行う。</li> <li>✓ 雇用者の資産形成の強化は、従業員エンゲージメントの向上に効果的であり、「人的資本可視化指針」を活用し、資産形成支援の取組を情報開示するように企業に促す。</li> </ul>
(4) 金融経済教育の充実	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>企業による社員への継続教育の充実</u>や地方自治体による金融経済教育の実施と併せて、広く国民に訴求する広報戦略を展開するとともに、企業向けの出張授業やシンポジウム開催等、官民一体となった効率的・効果的な金融経済教育を全国的に実施する。</li> <li>✓ <u>資産形成支援に関連する施策を関係省庁や地方自治体・民間団体等が連携し、国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、国家戦略としての「基本的な方針」を策定。</u></li> </ul>
(5) 顧客本位の業務運営の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ インベストメント・チェーンの参加者が期待される機能を十二分に発揮することが必要であり、企業年金制度等の運営に携わる者についても、横断的に顧客等の利益を第一に考えた立場からの取組の定着が図られるよう、必要な取組を促す環境整備を行う。</li> <li>✓ アセットオーナー(企業年金含む)については、受益者等の便益を最大化する観点から、アセット(資産)の性格や規模を踏まえた適切な運用リターンの実現を図る必要があり、関係省庁が連携して幅広い関係者との継続的対話の体制を整備し、運用体制・手法に係るベストプラクティスの共有・普及を図るなど、運用の改善に向けた対応を進める。</li> </ul>

出所：厚生労働省社会保障審議会「第 20 回企業年金・個人年金部会」資料 1 より筆者作成

この中で、顧客本位の業務運営については、金融庁が 2017 年 3 月に「顧客本位の業務運営に関する原則(以下、本原則)」として公表したものの(図表 6)が基になっており、経済の持続的な成長と国民の安定的な資産形成を支えるため、金融審議会市場制度ワーキング・グループで検討を行い、報告書としてまとめられたものです。当時、この原則は、金融事業者を対象に顧客本位の業務運営を求めるものでした。

これに対して、2022 年 9 月 26 日から開始された「金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース」が、2022 年 12 月 9 日にまとめた「中間報告」において、「金融事業者による顧客本位の商品・サービスを提供する取組みが行われ、一定の進展が見られている。一方で、商品組成・選定や説明のあり方、提案方法等に関する課題があるほか、個人の資産管理・運用等に重要な役割を果たしている企業年金についても、運用の専門家の活用不足や運用機関の選定プロセス、加入者への情報提供に課題があるとの指摘もされている(中略)。金融事業者のほか、企業年金制度等の運営に携わる者等もこのような規定の対象に加えることにより、広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善

の利益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべきである」と明示したことを受け、企・個部会における検討課題とされたものです。

(図表 6) 「顧客本位の業務運営に関する原則」

項目	基本的考え方
原則 1	<b>【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】</b> ✓ 金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。
原則 2	<b>【顧客の最善の利益の追求】</b> ✓ 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。
原則 3	<b>【利益相反の適切な管理】</b> ✓ 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。
原則 4	<b>【手数料等の明確化】</b> ✓ 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。
原則 5	<b>【重要な情報の分かりやすい提供】</b> ✓ 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。
原則 6	<b>【顧客にふさわしいサービスの提供】</b> ✓ 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。
原則 7	<b>【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】</b> ✓ 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

出所：金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017.3.30、2121.1.15 改訂）より筆者作成

これについて事務局からは、「顧客本位タスクフォースの中間報告における横断的な環境整備等に関して、事業主の行為準則や忠実義務、利益相反等については、DB・DC 法令および「DB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（以下、DB 資産運用ガイドライン）」において既に規定されている事項であり、新たに規定するものではない。あくまで既存の法令等に基づき、より実効性を確保していくことであると考えている」との説明がありました。

また、「スタートアップ育成 5 か年計画」は、政府の「新しい資本主義」の実現に向けた取組の具体策の一つであり、スタートアップ企業の支援が、経済の成長エンジンとして、持続可能な経済社会を実現するとの基本的考え方に基づくものです。スタートアップ企業への資金供



給として、本計画の中で「GPIF 等の公的機関投資家は、市場全体の持続的成長、分散投資によるリスク低減・パフォーマンス向上といった被保険者等の利益の観点から、国内ベンチャーファンドへの投資を通じて成長の原動力である国内スタートアップへの資金供給拡大のための環境整備を図る」としています。また、「企業年金について、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るスチュワードシップ・コードの受け入れや、コーポレートガバナンス・コード<sup>注5</sup>を踏まえた上場企業の人事面・運営面の取組を促す」と明示されています。これについても事務局からは、「企業年金において、スタートアップ企業への資金提供を求めるものではなく、あくまで適正な運用先の選定をして頂くことが重要である」との説明がありました。

(図表 7) DB 資産運用ガイドラインにおけるスチュワードシップ・コードに関する規定事項

## DB 資産運用ガイドライン(抜粋)

### 3 事業主及び基金の理事

#### (5)運用の委託

##### ① 運用受託機関の選任・契約締結

##### (選任の基準)

- 運用受託機関の選任については、運用受託機関の得意とする運用方法を考慮するとともに、運用実績に関する定量評価だけでなく、投資哲学、運用体制等に関する定性評価を加えた総合評価をすることにより行うことが望ましい。また、運用受託機関の「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップ・コード)の受け入れやその取り組みの状況、ESG(環境、社会、ガバナンス)に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい。(略)。

##### ② 運用受託機関の管理

##### (運用ガイドラインの提示)

- 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に次の取組を求めることが望ましい。
  - ・利益相反についての明確な方針の策定と公表
  - ・投資先企業の状況の的確な把握と、その状況の公表
  - ・投資先企業との間で、建設的な対話を通じ事業環境についての認識を共有するとともに、認識した課題について改善に向けた取組を促すこと
  - ・議決権の行使の方針の提示と行使結果の公表
  - ・目的を持った対話の状況や議決権行使状況についての報告

##### (報告の請求)

- 年金運用責任者は、運用受託機関に対し、少なくとも毎事業年度ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならないが、四半期での報告などより高い頻度で報告を求めることが望ましい。(略)。
- 運用受託機関が日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合には、その運用受託機関が行った活動(議決権行使を含む)の実績について報告を受けることが望ましい。

### 6 その他

#### (3) 加入者等への業務概況の周知

##### (加入者への周知)

- また、事業主等は運用受託機関から、その運用受託機関が行ったスチュワードシップ活動に関し報告を受けた場合には、当該報告についても、加入者に対し周知することが望ましい。

出所：厚生労働省「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」より筆者作成

なお、運用受託機関がスチュワードシップ・コードを受け入れている場合の企業及び年金基金での運用機関のモニタリング等に関しては、2016年DB法改正の際に「DB資産運用ガイドライン」に、新たにスチュワードシップ・コードに関する規定が追加されています(2018年4月1日施行)(図表7)。また、2022年10月31日現在、スチュワードシップ・コードを受入

れている年金基金は 59 件（基金型 53 件（内金融法人の基金 25 件）、規約型 5 件、その他 1 件、この他に企業年金基金連合会も受入済）となっています。

## 5. 資産所得倍増プラン等を踏まえた今後の対応

前述の「資産所得倍増プラン」等を踏まえた企・個部会での今後の対応について、事務局からそれぞれの対応方針について、図表 8 のとおり説明された後、出席委員の意見交換が行われました（図表 9）。

（図表 8）「資産所得倍増プラン」等を踏まえた企業年金・個人年金部会での今後の対応

項目	概要
(1) iDeCo 制度の改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>iDeCo の 70 歳までの加入可能年齢の引上げについて、2024 年の公的年金の財政検証に併せて、所要の法制上の措置を講じる。</u></li> <li>✓ iDeCo の拠出限度額については、「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の整理」(2019 年 12 月 25 日)において、「拠出限度額・中途引き出し・受給の形態といった拠出時・給付時の仕組みの在り方については、引き続きの検討課題となるが、企業年金が退職給付由来であり労使合意に基づくものであるということや、これらの見直しの内容によっては、企業年金、特に DB の普及を阻害しかねないことにも留意して、自助・共助・公助の役割分担や雇用・働き方の変化等を踏まえつつ、将来像の検討とともに、税制との関係も含めて、引き続き丁寧に検討を継続していく必要がある。」とされており、次期年金制度改革に向けて検討を行っていく。</li> <li>✓ iDeCo の受給開始年齢上限の引き上げについて、iDeCo の加入可能年齢の引上げを踏まえ、老後の所得確保のための制度として掛金拠出と運用を一定期間確保する観点から、次期年金制度改革に向けて検討を行っていく。</li> <li>✓ iDeCo の口座開設の簡素化について金融庁における検討を踏まえ取組を進める。</li> </ul>
(2) 中立的で信頼できるアドバイス提供の促進および金融経済教育の充実	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 事業主における投資教育促進に向けて、セミナーの実施や e-ラーニングの充実等の支援策について関係団体等とともに検討し、取組を進めていく。その際には、従業員が職域において中立的な認定アドバイザーを活用した場合に支援を行う仕組みについても周知し、活用を促していく。</li> <li>✓ 助言対象を絞った投資助言葉の登録要件緩和について、金融審議会顧客本位タスクフォースにおける議論を踏まえ、所管省庁である金融庁と調整を行っていく。</li> </ul>
(3) 企業による資産形成の支援強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 中小企業において企業年金や iDeCo が広がるよう、具体的な周知広報等の取組について検討し速やかに実施するとともに、2020 年法改正の附則に規定されている中小事業主掛金を拠出できる中小事業主の範囲等について、次期年金制度改革に向けて検討を行っていく。</li> </ul>
(4) 顧客本位の業務運営の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 金融事業者や企業年金制度等の運営に携わる者に対して、横断的に最終受益者の最善の利益を図る取組の定着や底上げが図られるよう必要な取組を促すことについて、金融審議会顧客本位タスクフォースにおける議論を踏まえ、金融庁と連携して対応する。</li> <li>✓ 幅広い関係者との対話や、運用体制・手法に係るベストプラクティスの共有・普及について、具体的な対応を金融庁とともに検討し、対応を進めていく。</li> </ul>
(5) スチュワードシップ・コードの受け入れ促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 企業年金におけるスチュワードシップ・コードの受け入れを更に促進していくため、特に一定規模以上の資産残高を有する企業年金について、インベストメント・チェーンの中でのアセットオーナーとしての機能を発揮する観点から、企業年金自らのスチュワードシップ・コード受け入れ促進に向けた方策を検討していく。</li> <li>✓ 企業年金及び母体企業向けのセミナー等を金融庁や関係団体等と協働で実施し、コード受け入れの意義や受け入れ手続き等の情報発信を行っていく。</li> </ul>

出所：厚生労働省社会保障審議会「第 20 回企業年金・個人年金部会」（資料 1）より筆者作成

(図表 9) 出席委員からの主な意見

## 出席委員からの主な意見

- ✓ iDeCo の 70 歳までの加入可能年齢の引き上げについては概ね賛同意見が多く、大きな反対意見はなし
- ✓ iDeCo の加入年齢拡大については公的年金の加入可能年齢との整理が必要
- ✓ DB では決められた給付を確実に実行することが目的であり、資産の極大化が目的ではないため、DB と DC の性格の違いに基づいた議論が必要である
- ✓ DB で運用益が出れば企業の利益となり加入者の利益とはならない、運用結果がそのまま加入者の利益となる DC と企業の追加コストが発生し得る DB とは異なる性格であることを認識して議論が必要
- ✓ 継続投資教育について、人的資本向上の観点から有価証券報告書への開示義務化の検討も必要ではないか
- ✓ スタートアップ企業への投資が主眼となるべきではなく、あくまで加入者の利益が大前提となる
- ✓ スチュワードシップコードの受け入れが進まないのは理由があるはずであり、まずはその理由を明確にすべき
- ✓ スチュワードシップコードの受け入れはあくまで自主的なものである、既存制度が損なわれないよう配慮が必要
- ✓ 今回は資産所得倍増計画から議論が始まっているが、本来、企業年金個人年金は老後所得保障であり、これらが本来どうあるべきかの議論が必要

出所：厚生労働省「第 20 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」を視聴して筆者作成

今回の企・個部会の開催時期等については明らかにされておりませんが、本日挙げられた検討課題である「iDeCo の拠出限度額の引上げ」「企業年金のガバナンス」「企業による資産形成の支援強化」「金融経済教育の充実」などについて、引き続き議論が行われていくものと推測されます。

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 1：公的年金の財政検証は、国民年金法第 4 条の 3 及び厚生年金保険法第 2 条の 4 において、「政府は、少なくとも五年ごとに、保険料及び国庫負担の額並びにこの法律による給付に要する費用の額その他の国民年金事業の財政に係る収支についてその現況及び財政均衡期間における見通し（以下「財政の現況及び見通し」という。）を作成しなければならない」と規定されている。公的年金財政フレームワークの具体施策として、①保険料率上限を固定（保険料率固定化方式）、②固定化された保険料率を前提とする財源の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）の導入、③概ね 100 年間で財政均衡を図る方式として積立金を後世代の給付に活用する「有限均衡方式」の導入（それまでは、将来にわたる全ての期間で年金財政を均衡させる「永久均衡方式」に基づいていたが、有限均衡方式により財政均衡期間の最終年度において 1 年分程度の給付費が賄えるだけの準備金だけを残して積立金を取り崩すこととなる）、④財政安定化のための基礎年金国庫負担の 2 分の 1 への引き上げ、等が実施された。

注 2：全要素生産性（TFP：Total Factor Productivity）とは、経済成長を生み出す要因の中で、資本と労働による生産要素の増加以外の質的な成長要因で、技術進歩や生産の効率化などのこと。全体の変化率から TFP 以外の要因を控除した残差として推計する。

注 3：SNA（System of National Accounts）とは、1993 年に国連が加盟各国にその導入を勧告した「国民経済計算」。国民経済計算は、一国の経済の状況について、生産、消費・投資といったフロー面と、資産・負債といったストック面を体系的に記録することを目的とする国際的な基準である。言い換えれば、企業の財務諸表作成における企業会計原則に相当する一国経済の会計原則が、国民経済計算となる。

注 4：SNA2015 年基準改正では、「産業連関表等の基礎統計の反映による変更」として、①改装・改修（リフォーム・リニューアル工事）の計上（従来は中間消費）、②分譲住宅の販売マージン・非住宅不動産の売買仲介手数料（新たに捕捉）、③建設業産出額の修正（「産業連関表」の反映）、④住宅賃貸料の修正（「住宅・土地統計」の反映）等が実施。「国際基準（2008SNA）への対応」として、⑥娯楽作品原本の計上（新たに捕捉）、⑦著作権等サービスの計上（従来は財産所得）が、「経済活動の適切な把握に向けた推計方法の改善」として、⑧住宅宿泊事業の計上（新たに捕捉）が実施された。

注 5：コーポレートガバナンス・コードにおいて、【原則 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】では、「上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えること

を踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。」と規定。

## <参考資料>

- ◆厚生労働省社会保障審議会年金部会「第1回年金財政における経済前提に関する専門委員会」（2022年11月18日）[https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_29173.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_29173.html)
- ◆厚生労働省社会保障審議会「第20回企業年金・個人年金部会」（2022年12月7日）[https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_29597.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_29597.html)
- ◆内閣官房「資産所得倍増プラン」[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoku3.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoku3.pdf)
- ◆内閣官房「スタートアップ育成5か年計画」[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoku1.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoku1.pdf)
- ◆金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース「中間報告」（2022年12月9日）[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20221209/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209/01.pdf)
- ◆金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017年3月30日、2021年1月15日改訂版）<https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/gensoku3.1.15.pdf>
- ◆金融庁「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」（2022年11月30日時点）<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>

（注）上記 URL については今後、URL 先の都合により削除・移動する可能性がある点にご留意下さい。

## 定年延長の実施検討への第一歩 ～将来シミュレーションの活用～

年金コンサルティング部 コンサル&ソリューション推進室 関口 翔太

本稿ではまず、定年延長に係る環境変化や企業動向を整理します。そして、定年延長検討の第一歩として、将来シミュレーションを活用することにより、定年延長が人員推移や人件費推移へ与える影響を確認する方法を具体例に沿ってご紹介します。

### 1. 定年延長を取り巻く環境の変化

定年延長に関する外部環境としては、主に法令と事業環境があります。定年延長の実施を検討するにあたっては、これらの内容を踏まえておく必要がありますので、最初に整理します。

#### (1) 法令等の動向

高年齢者が活躍できる環境の整備を目的として、高年齢者雇用安定法・雇用保険法の一部が改正され、2021年4月から施行されています。改正の概要は次の2点です。

1点目は、65歳から70歳までの高年齢者就業確保措置（①70歳までの定年引上げ、②70歳までの継続雇用制度の導入、③定年廃止、④労使で同意した上での雇用以外の措置（継続的に業務委託契約する制度、社会貢献活動に継続的に従事できる制度）の導入のいずれか）を講ずることを企業の努力義務にする等、70歳までの就業を支援するという内容です。改正以前は65歳までの高年齢者就業確保措置（①65歳までの定年引上げ、②65歳までの継続雇用制度の導入、③定年廃止のいずれか）を講ずることが義務化されていました。つまり当該改正で、努力義務ではありますが、対象年齢が70歳まで広げられたというものです。ここで確認できますように、法令上、定年引上げは選択肢の一つであり、継続雇用制度の導入や定年廃止等、他の措置を選択することも可能です。それぞれの特徴を踏まえた検討・選択が重要ですが、その際には同一労働同一賃金の考え方にも留意が必要です。同一労働同一賃金とは、正規社員と非正規社員の間で不合理と認められる待遇の相違の解消等が求められることです。60歳定年の企業が65歳までの継続雇用制度を採用している場合で、60歳前後で働き方が変わらないときは、定年前正規社員と定年以降の非正規社員における待遇差の解消が必要となります。

2点目は、雇用保険制度において、高年齢雇用継続給付を2025年度から縮小するとともに、65歳から70歳までの高年齢者就業確保措置の導入等に対する支援を雇用安定事業に位置付けるという内容です。高年齢雇用継続給付は、60歳以後の賃金が60歳時点の賃金の75%未満となった場合、一定条件の下に65歳まで賃金の一部が支給されるというものです。現在は最大で賃金の15%が支給されますが、2025年4月改正以降は最大でも賃金の10%まで縮小されます。さらに将来的には高年齢雇用継続給付自体の廃止も検討されています。60歳以降の従業員の収入減少につながるため、企業として従業員の処遇検討時には認識しておくべき内容です。

その他、外部環境の変化として 2023 年度から公務員の定年が 60 歳から段階的に引き上げられていきます。定年を 60 歳としている多くの民間企業に先行する形で公務員の定年が延長されることとなりました。

## (2) 事業環境の変化

少子高齢化に伴うビジネスモデルの転換やコロナ禍の影響により、事業変革を迫られる企業は増加しています。また、デジタル化による業務効率化の流れも加速しており、必要となる人材も変化することが予想されます。

このような環境変化の下、定年延長を実施することで新たに確保される社員をどのように活用するか、企業としての方針を明確にして、シニア社員が活躍できる仕事を整理していきたいところです。

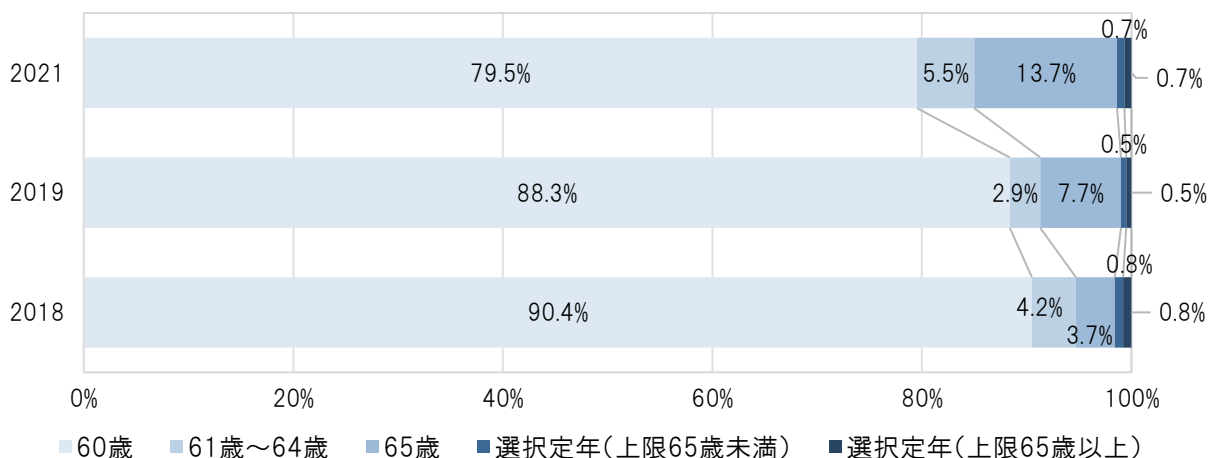
## 2. 定年延長に係る調査結果

ここからは弊社と三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社（以下「MURC」）が実施した、弊社の企業年金お取引先 293 社への 2021 年 10～12 月の調査結果を基に定年延長に係る傾向を確認していきます。

### (1) 採用されている定年年齢

図表 1 から確認できるように、定年引上げを実施している企業は増加傾向にあります。その変化はまだ緩やかですが、いずれ 65 歳定年が主流となる時期が来るかもしれません。そのような状態になってから急いで定年延長を検討するのではなく、十分な検討期間を確保するためにも、課題整理等は早期に進めておくことが重要です。なお、定年延長の実施にあたっては、検討開始から実施まで少なくとも 2 年はかかると想定しておくことをお勧めします。

(図表 1) 採用されている定年年齢



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（人事改革編）～調査結果（詳細版）」

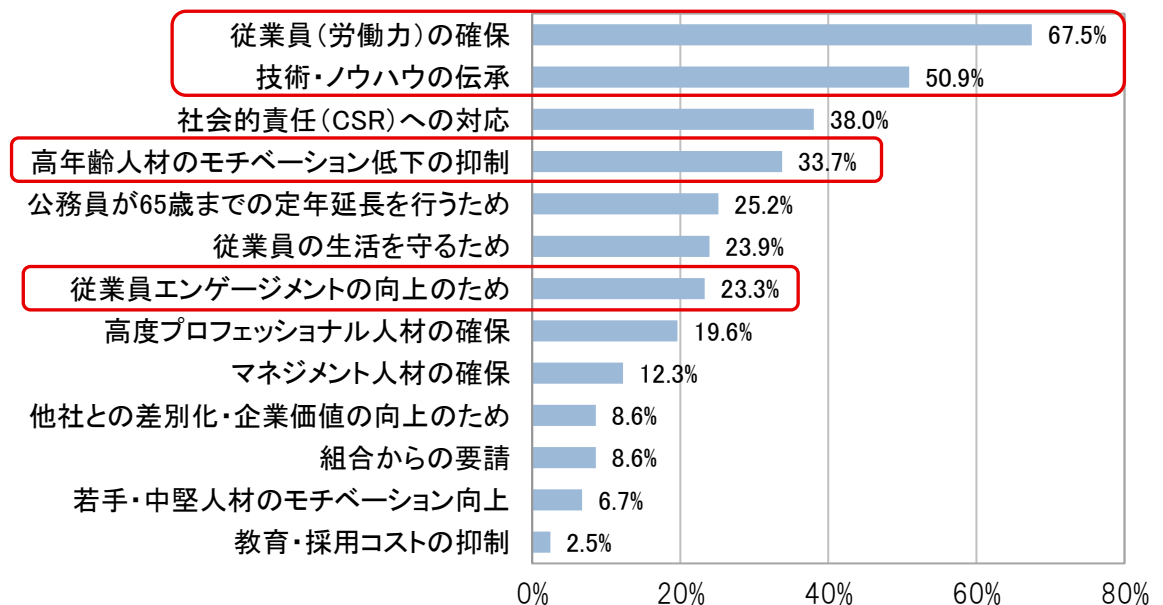
## (2) 定年延長を検討する理由

続いて、定年延長を検討する理由の調査結果を確認していきます。

図表 2 の通り、「従業員の確保」、「技術・ノウハウの伝承」が 50% を超えており、人材確保手段としての期待が高いことが分かります。なお、これらの狙いは、定年延長に限らず、継続雇用制度の活用によっても実現可能かもしれません。一方、「モチベーション低下の抑制」や「従業員エンゲージメントの向上のため」のような継続雇用制度では実現が難しいと想定されるものも、定年延長の検討理由として挙げられています。

ご紹介した内容以外にも、定年延長の検討理由は企業によって様々です。定年延長を検討する理由は何か、自社の実情を踏まえ明確にすることが検討を進めるためには重要です。

(図表 2) 定年延長を検討する理由



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（人事改革編）～調査結果（詳細版）」

### (3) 定年延長実施の際の課題

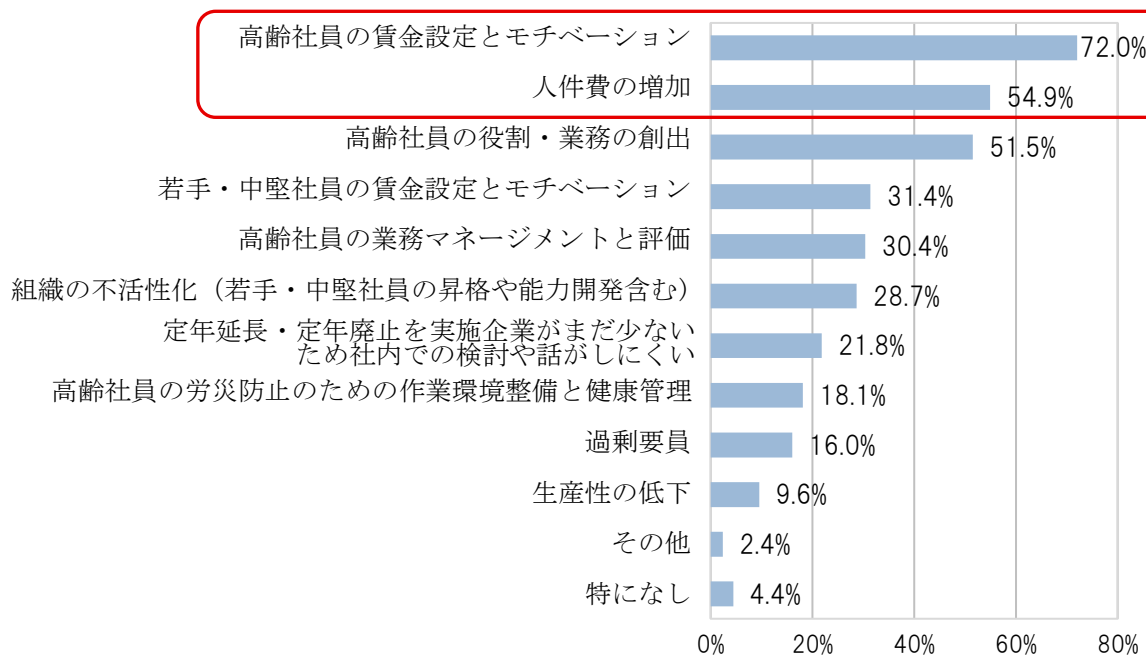
最後に定年延長実施の際の課題を確認します。

定年延長を検討する場合、考慮すべき課題は多岐に渡ります。経営に関する課題としては、事業計画に基づく必要な人材の量や質といった経営戦略との整合があります。人事に関する課題は、スキル・ライフスタイル等の個別性が高いシニア社員に期待する働き方の設定、定年延長の実施が若手・中堅社員に与える影響等があります。そして、財務に関する課題として、定年延長により雇用が長期化する中での賃金水準や人件費等への対応も欠かすことができません。

定年延長検討時の課題に係る調査結果では、図表 3 の通り「高齢社員の賃金設定とモチベーション」、「人件費の増加」等、財務上の観点に関わる課題が上位に位置しています。

いずれの課題も重要であり、かつ各課題は連動しているため、個別に検討することは適切ではありません。各課題の解消に配慮しつつ、企業全体として定年延長の効果を最大限発揮できるよう包括的に検討を進める必要があります。

(図表 3) 定年延長検討時の課題



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（人事改革編）～調査結果（詳細版）」



## 3. 将来シミュレーション

定年延長を検討するための論点や課題は多岐にわたり、何から着手したらいいか戸惑うかもしれません。そこで、先述の通り多くの企業が課題認識している財務上の課題について検討するためのアプローチとして、将来シミュレーションをご紹介します。ここからは、仮想企業を設定し、定年延長により将来の人員と人件費がどのように変化するかを具体的に確認していきます。

### (1) 現在の人員分布の確認

はじめに、現状における人員構成の把握が重要です。

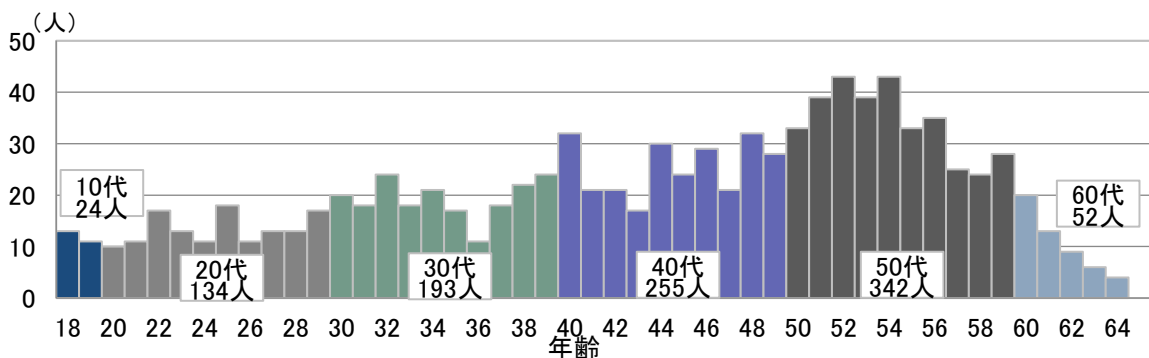
今回は仮想企業の設定として、現在の全従業員数が 1,000 人であり、年齢別人員構成が図表 4 の通りであるとします。この場合のポイントは 3 点です。

1 点目は、この企業では継続雇用制度により 60 歳以上の社員が在籍していますが、その人数はあまり多くない点です。処遇が魅力的ではない、健康上の理由等、退職理由を確認したうえで、定年延長と合わせて対応を検討する必要があります。

2 点目は、50 代前半のいわゆるバブル期入社世代の人数が多い点です。当該世代が数年後には 60 歳定年に到達するため、それまでに定年延長の検討を進めることが理想です。

3 点目は、若年層の人数が中堅社員の人数より少ない点です。この背景には必要とする採用人数を確保できていない可能性があります。少子高齢化による新卒採用の競争激化により採用の状況も変化しているため、課題として認識することが大切です。

(図表 4) 全従業員 1,000 人の年齢別人員構成



出所：弊社作成

### (2) 人員推移シミュレーション

続いて図表 4 の人員構成の企業について、どのように人員構成が変化するかシミュレーションします。

方法は毎年の新入社員および中途採用者の年齢と人数、各年齢の退職率を設定し、1 年ずつ経過したときにおける年齢毎の人数を計算するというものです。採用人数や退職率等の設定方法は実績の平均、確定給付企業年金制度や退職給付債務計算時の計算基礎率を使用する方法等があります。

以上の方法により、現行成り行きの将来見通しを作成したものが、図表 5 左図です。

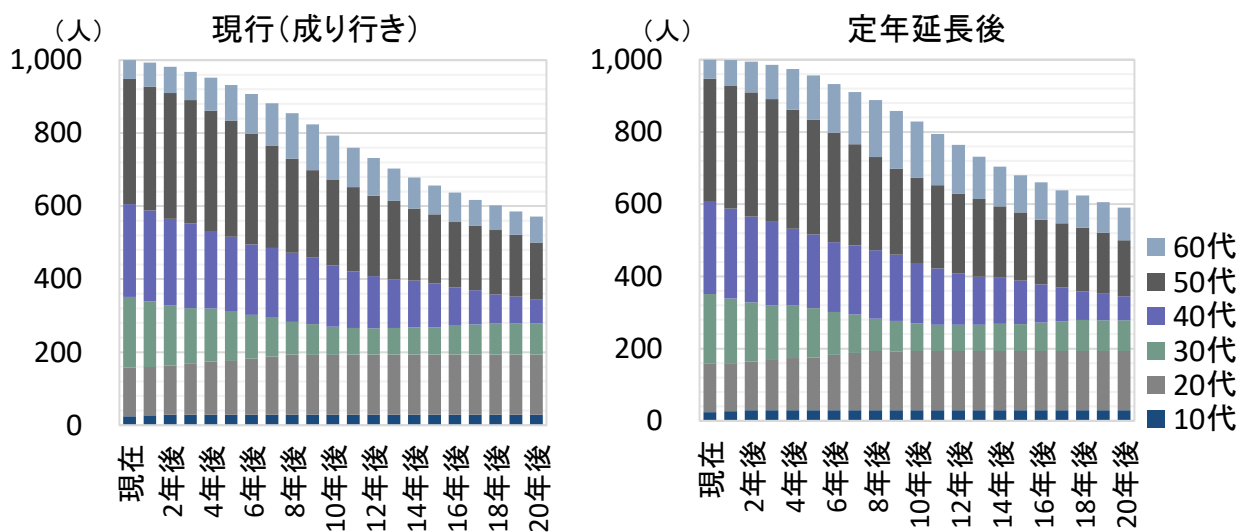
現在の全従業員数 1,000 人から 20 年後の 600 人弱まで減少する見通しであることが確認できます。採用者数（今回は、人数が多い 50 代前半の人数を鑑み毎年 40 人と仮定してい

ます) より退職者数が多い状態が続くと、このような結果になります。企業としては、この結果のように将来従業員数が減少することを想定し、生産性の向上や事業再編等、適切な戦略を講じていけば問題ありません。しかし、従業員数が想定より減少する、減少スピードが想定より早いという場合は早急に対応を検討する必要があります。

また、合計人数は問題なくとも特定の年齢層が過少となる場合も想定され、このような場合には中途採用による計画的な確保が必要になるかもしれません。

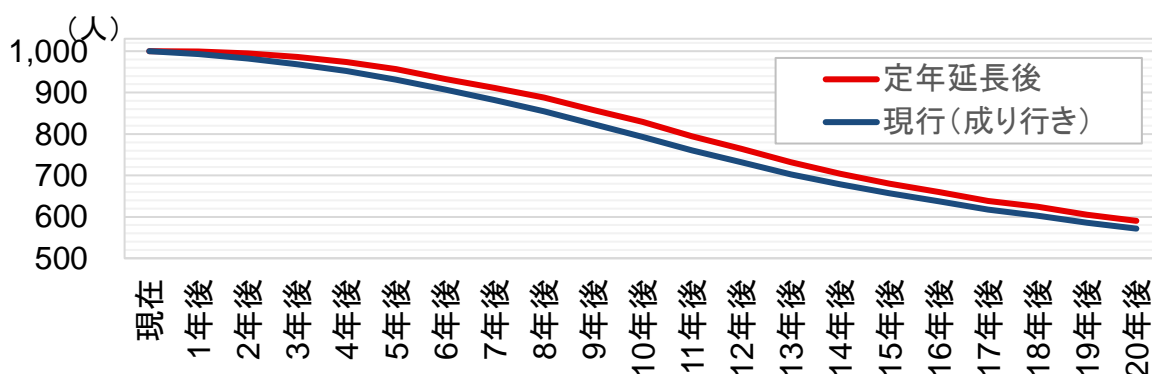
次に定年延長を実施した場合の将来見通しを作成します。今回は定年延長により 60 歳以降の就労環境が改善され、60 歳以降の退職率が現行の半分になると仮定します。その結果が図表 5 右図です。定年延長により 60 歳以降の従業員数が増加したため、合計従業員の減少を一部抑制できています。しかし、全体として減少傾向であることには変わりありません。定年延長に人員確保手段としての効果を期待していた場合、今回の結果からは不十分という結論になるかもしれません。定年延長だけでなく、採用計画の見直し、60 歳未満における退職の抑止等、他の施策も検討する必要があります。

(図表 5) 人員推移シミュレーション



出所：弊社作成

(図表 6) 人員推移シミュレーション比較



出所：弊社作成

## (3) 人件費推移シミュレーション

前述の人員推移シミュレーションに対し、あらかじめ設定された年齢毎の一人当たり人件費を乗じることで、人件費推移シミュレーションの作成が可能です。

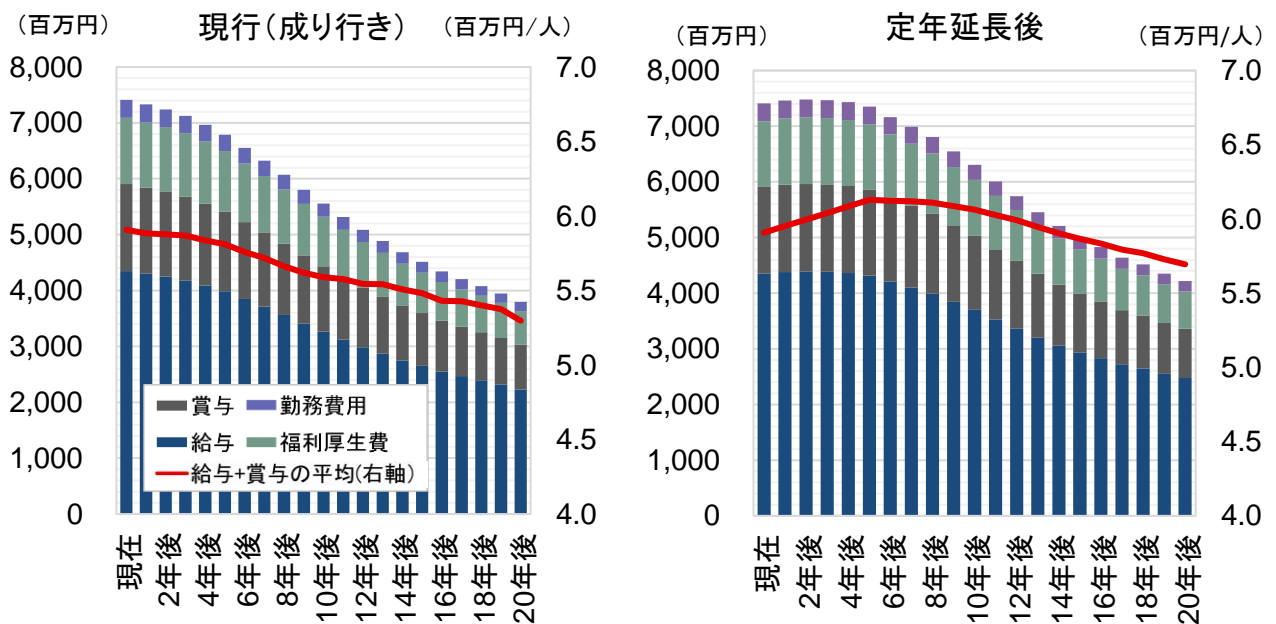
今回は一人当たりの人件費の前提として、現行の継続雇用制度における 60 歳以降の水準は 60 歳定年直前の水準の 6 割に下がると仮定します。一方、定年延長後は 60 歳直前の水準が 60 歳以降も維持されると仮定します。なお、人件費の内訳として給与、賞与、福利厚生費、退職金制度に係る勤務費用を定め、それぞれの費用が人件費の一定率を占めると設定しました。これにより定年延長によるコスト変動時に、何をターゲットとして見直しを図るべきか具体的に検討できます。

現行成り行きと定年延長実施時の人件費推移シミュレーション結果は図表 7、図表 8 の通りです。

現行成り行きにおける人件費は、人員推移シミュレーション結果と同じく減少傾向になりました。一方、定年延長した場合は、60 歳以降の人件費引き上げ、および退職率低下により、定年延長後数年間における人件費が増加しています。また、一人当たりの「給与+賞与」も増加傾向であり、コストに見合った労働生産性を発揮可能かという観点でも検討が必要になりそうです。

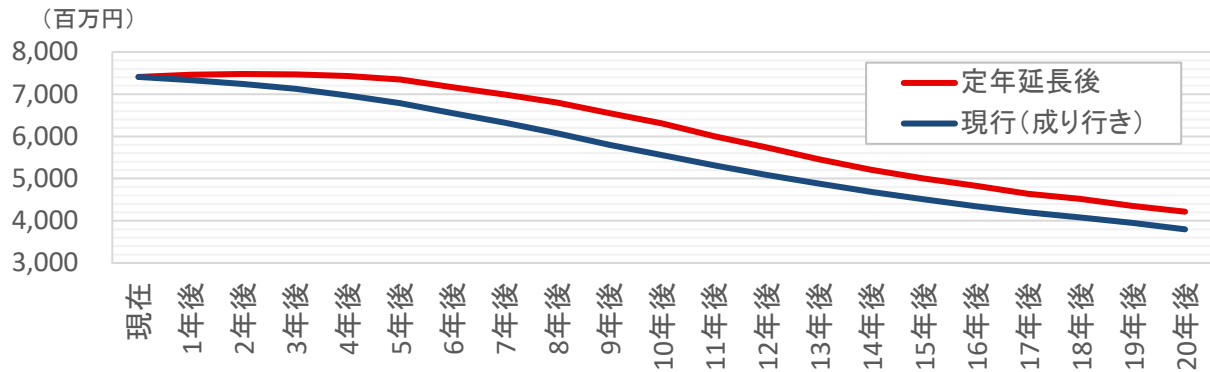
数年経過後は、人員減少の影響により人件費は減少傾向になりますが、図表 8 の通り現行成り行きと比較すると毎年数億円コストが大きいことが分かります。当該コストの増加を許容できるか、許容できない場合はどの程度の水準が適切であるか等について、当該シミュレーションを基に議論する必要があります。

(図表 7) 人件費推移シミュレーション



出所：弊社作成

(図表 8) 人件費推移シミュレーション比較



出所：弊社作成

今回の結果を整理すると次の通りです。

現行成り行きに対し、定年延長の実施により、5年後における従業員数が3%（25人）増加、人件費が8%（6億円）増加しました。20年後においても同様に、従業員数が3%（19人）増加、人件費が11%（4億円）増加し、従業員数の増加割合より人件費の増加割合が大きくなりました。この背景は、定年延長の影響として、60歳以降の退職率低下による従業員数増加に加えて、60歳以降の一人当たり人件費も引き上げたためです。当該結果は、前提次第で変動しますので、実際の検討ではシミュレーション結果だけではなく、前提そのものの妥当性も確認したうえで取り扱う必要があります。

以上の将来シミュレーションはシンプルな前提に基づくものですが、現行と定年延長した場合を比較することで定年延長による影響を具体的に把握することができます。当該結果を踏まえることで、課題の整理や、より詳細な定年延長後の人事制度の検討にも着手しやすくなることが期待できます。

## 4. まとめ

高齢化が進む環境を踏まえて定年延長を検討する企業は増加しています。しかし、定年延長は選択肢の一つであり、目的を明確にしたうえで、経営、人事、財務等、多岐にわたる観点での検討が必要になります。そのような中、ご紹介したシミュレーションによる将来見通しの把握は、定年延長検討の第一歩のアプローチとして有益です。シミュレーションとしては簡易的であり、精度はあまり高くないかもしれません。しかし、将来の傾向を把握することで新たな課題を検知し、早期対策にもつながる方法であると考えます。

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。

## 企業タイプ別の報酬カーブ等について

年金コンサルティング部 顧問 堀田 達也

今や従来型人材マネジメントは時代の変化とともに行き詰まりを見せており、各所で人材マネジメントに関し従来は常識であったことが非常識になる「常識の非常識化」が起っています。人事の考え方シリーズの「(その1) 人事パーソンのミッション等について」、「(その2) かつての常識の非常識化」に続き、今回は企業タイプ別の報酬カーブ等について取り上げてみます。

### 1. 成果カーブ・報酬カーブの一般論は自社にも当てはまるか

本誌 2022 年 5 月号「報酬制度 (その1) 報酬制度改定の考え方と移行ステップ」において、報酬の決定要素を属人的なものの順に示しました。

- ①年齢、②学歴、③勤続年数、④生計費、⑤扶養家族数、⑥能力、⑦役割、⑧職務、⑨個人成果、⑩組織業績、⑪会社業績

成果主義人事制度は、成果を人事制度の中心的な基準として社員を処遇する制度です。成果主義人事制度の採用を表明している企業では、本来は人事評価において⑨個人成果を最も重視した上で、⑩組織業績、⑪会社業績も大きなウエイトを占めるものと考えられます。

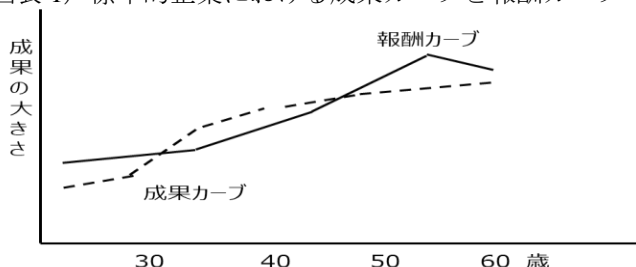
ところが、次のようなケースが見られます。

- ・成果は重要と言いつつ、結果的に従来型の人事制度のように①年齢、④生計費、⑤扶養家族数、⑥能力に人事評価のウエイトを置いている
- ・成果が上がる中堅社員の報酬を低めにして、管理職になってからその低かった分を取り返す形の報酬カーブにしている

前者は人事評価のうち⑨個人成果の割合が小さくなるため、成果に応じて報酬を払っているとはいえないケースです。後者は、20代の社員は入社して間もないこともあり成果を比較的上げづらい一方で、30代の中堅社員になると成果を大きく上げることがありますが、逆に報酬がついてこないケースです。

ここで後者について、年齢を横軸、成果の大きさを縦軸として、標準的な企業における成果カーブと報酬カーブをグラフ化してみました。

(図表 1) 標準的な企業における成果カーブと報酬カーブ



出所：筆者作成

このように、社員が上げる成果は通常、20代では上がりづらく、30代になると大きな成果を上げることができるようになり、40代以降に成果は漸増していきます。これに対して報酬カーブは、人材市場との関係で新卒社員の初任給を高く設定せざるを得ません。20代は報酬が成果を上回る、いわば教育投資の期間といえましょう。30歳前後で成果は大きくなりますが、報酬カーブは成果カーブを下回り、報酬はあまり増えていきません。40代中盤から55歳あたりまで報酬カーブはぐっと上昇し、それ以降は横ばい、または下がっていきます。

人事制度を詳細に分析すると、報酬カーブそのものが中だるみしていること、報酬カーブが成果カーブとの比較で追いついていないことの二つの特徴があることに気がつきます。

一つ目は報酬そのものにスポットを当てたもので、30代の傾きが小さく、たるんだ形になったものです。モデル報酬カーブは企業の期待どおりに順調に成長した社員を想定したのですが、モデル報酬カーブでさえ中だるみしているのですから、通常、実際の報酬はもっと中だるみします。これは、企業が終身雇用を前提としてきたことと大きな関係があり、40代後半になると高い年収が得られるように設計されていることが多いからです。

二つ目は成果にスポットを当てたもので、中堅社員になると目立った成果を出し始めるので、中だるみを是正して報酬をもっと上げた方がいいのではないかと、すなわち報酬カーブを成果カーブに近づけた方がいいのでは、という議論です。

これらは成果カーブと報酬カーブに関する一般論であり、どの企業にも当てはまるというわけではありません。企業の置かれた状況（例えば業界で断トツ1位の企業か、10番手の企業か）、業界全体の状況（例えば売上高が大きく拡大する業界か、競争が激しい割に業界全体の成長性が低いか）等によって、成果カーブは各社それぞれであり、報酬カーブのあり方も異なってくるはずです。

（図表1）の様な成果カーブと報酬カーブに当てはまる企業はもちろん多くありますが、各社が自社の置かれた状況に応じてカーブを考えていく必要があります。前述の標準的企業の他に、次のように3つの企業タイプに類型化してみました。

〔タイプA〕長期雇用を前提とし、大きな改革が不要の安定成長企業

〔タイプB〕長期雇用を前提とするが、大きな改革が必要な企業

〔タイプC〕中途採用中心で随時改革しないと生き残れない、業界競争が厳しい企業

このうち〔タイプC〕は生き残りを賭けた企業であり、企業業績を早く回復させるために社員個人の成果に見合う報酬を支払う必要があり、概ね「成果カーブ」は「報酬カーブ」と一致するので説明は省き、〔タイプA〕と〔タイプB〕の成果カーブ・報酬カーブのあり方について詳述していきます。

## 2. 〔タイプA〕長期雇用を前提とし、大きな改革が不要の安定成長企業

タイプAの企業は長期雇用を前提とし、大きな改革は必要とせず改善の積み重ねを大事にして、10年以上連続で増収・増益を続けるような、いわゆる安定成長企業です。

安定成長企業には、主に次のような特徴があります。

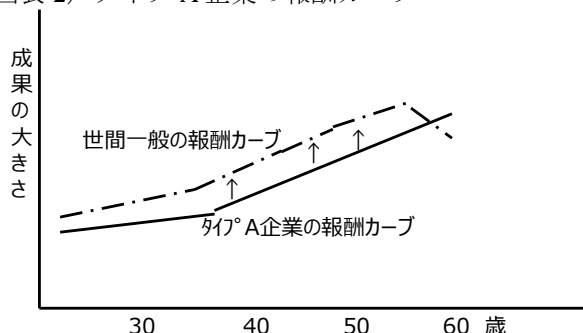
- ・業界において当該企業の市場占有率が非常に高い
- ・市場全体の伸び率が高すぎず、安定的である
- ・特別な技術等を有し、一定の設備等が必要なため、他業種が参入しにくい
- ・企業業績は増収・増益が基調であるが、一方で増収率・増益率は高くはないので、毎年、徐々に設備投資をして人員を増加すればよい

- ・企業業績が減収または減益になることは非常に珍しい

この種の企業は商品力の高い伝統的な企業が多いです。例えば、いわゆるシルバー産業の中で商品に大きな特徴があり、シェアが高い企業が当てはまります。

タイプ A の企業では、商慣習を理解して業務遂行した経験（勤続年数）が長い社員が成果を上げる傾向があります。そういった企業では年齢とともに大きく増額する右肩上がりの報酬カーブを保有することが多いですが、目指すべきは（図表 2）のとおり、まずは世間一般の報酬カーブ（モデル報酬カーブ）に近づけるのがよいと考えられます。

（図表 2）タイプ A 企業の報酬カーブ



出所：筆者作成

具体的には、報酬カーブが急な右肩上がりとなっている場合は、まずは各種機関が発表している世間一般のモデル報酬カーブに近づけるとよいです。社員には先輩のように努力すればやがて自分も高い処遇が受けられると考える傾向があります。しかし、次のような課題が内包していることがあります。

- ・安定成長企業ほど社員の中に長年、企業で努力してきたという自負があるものの、これまでの成功は市場に恵まれてきたこと等、謙虚な気持ちを忘れがちになる。また、急激な変化への対応にあまり慣れていない
- ・後輩は尊敬できる先輩と同じようにやっていたら処遇されると安住しがちになる
- ・一方で、成果を早めに上げ自分は優秀だと考える中堅社員・若手社員には物足りない人事制度と受け取られるおそれがある

そこで、経験・勤続年数が長い社員の多くが成果を出している中で、経験等が比較的短い優秀な中堅社員等をどう処遇するかが課題になることがあります。彼ら彼女らは先輩たちの成功は恵まれたよき時代の産物でもあることを知っており、少しずつでも変化を創り出さなければならぬと考えています。将来への布石という意味で、こういった中堅社員を対象に年次に関わらない抜擢人事が有効です。もちろん、年功的な色彩のある能力重視の人事制度について、能力重視の度合を強めたり、成果の一部だけでも明確に取り入れた人事制度に改定することを、社内の状況等をみながら判断していくことも必要です。

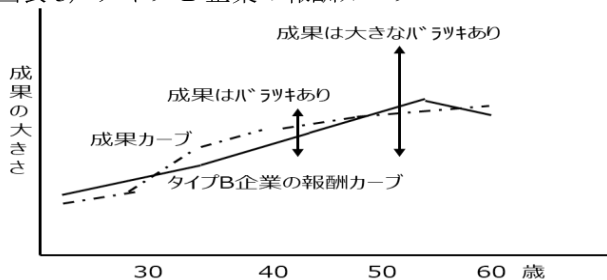
### 3. [タイプ B] 長期雇用を前提とするが、大きな変革が必要な企業

タイプ B は長期雇用を前提とするが、大きな改革が必要な企業であり、その特徴は主に次のとおりです。

- ・業界全体は発展と停滞を繰り返し、成長が約束されているわけではない
- ・企業間競争が激しく、企業が成長をするためには大きな改革をする必要がある

・適切な経営施策を打たないと、将来、赤字転落もあり得る  
タイプ B の企業は世の中の変化に合わせ、または先行して変化をしていかなければならない企業です。規制緩和等で業界地図が一変し、痛みを伴う変化を求められる企業を含みます。こういった企業には、年功的な人事制度が維持された右肩上がりの報酬カーブは相応しくなく、業績の変動を前提として、早目に総人件費をコントロールできる報酬制度に見直すことが求められます。

(図表 3) タイプ B 企業の報酬カーブ



出所：筆者作成

タイプ B の企業の経営者が、これまでの長期勤務の功労よりも、早めに成果を出して企業に貢献してくれる社員に報いたいと考えるのはごく当然のことです。しかし、人事管理上は長期勤務の功労はそう簡単には捨てきれないので、結果的にはこれまで積み上げてきた基準内賃金は保証する、あるいはその水準を出発点とするというのが一般的です。

企業をどの程度のスピードで改革する必要があるかにもよりますが、報酬カーブを成果カーブに早く近づけていく必要があります。また、社内的には、成果カーブに近づけて報酬を払う必要性を十分に議論し、社員にしっかり説明することが重要になります。

また、総人件費は、社員が生み出す成果に近づけることを意識します。社員が大きな成果をあげれば会社業績は良くなり、支払能力も大きくなりますから総人件費を増やします。社員が成果を出せなくなると企業業績は悪くなり、結果的に支払能力は小さくなりますから、総人件費を減少させます。業績が良くなれば通常の業績の時より人件費が増大するという、本来の「人件費の変動費化」が求められるのです。

こういった企業では、採用の重点を中途採用に移行していくことも考えられます。大きな改革をしないと業界で生き残ることが難しくなることがあるので、即戦力の中途採用を重視して成果を中心とした報酬を支払うとともに、「市場価値」の高い人材を高い報酬でスカウトしていくことも必要になります。

以上、成果カーブと報酬カーブの関係、標準的企業・タイプ A 企業・タイプ B 企業の報酬カーブ等について詳述してきましたが、企業において長年積み上げてきた報酬カーブを見直すことは、実際には難しいことです。とはいえ企業の経営環境は大きく変わりつつあり、企業経営のあり方等を十分考慮しながらではありますが、今後、報酬カーブを成果カーブに近づけていく企業が増えていくと考えられます。

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。

参考文献等：

\* 「等級制度の教科書」 ((労務行政：2010 年) 堀田達也著)



## ブームの踊り場に来た ESG 投資②

アセットマネジメント事業部 責任投資スペシャリスト 岡本 卓万

ESG 投資に逆風が吹いています。資金の流入ペースが落ち、パフォーマンスも冴えず、ESG 投資であるかのように装う ESG ウォッシングの問題も顕在化しています。2 回目の今回は ESG ウォッシングの問題とその対応として投資商品の ESG 開示について、各国で進む議論の状況を解説します。

### 1. ウォッシング問題と開示規制

#### (1) ESG ウォッシング問題の顕在化

欧米では ESG 投資への関心が高まるにつれ、ESG ウォッシング（またはウォッシュ）の問題が取りざたされるようになりました。特に昨年から今年にかけて報道された DWS（ドイツ銀行グループのアセットマネジメント子会社）での事案は、ESG ウォッシングの問題の存在を広く世間に伝えることになりました。

事案の概要は次の通りです。DWS は 2020 年のアニュアルレポートで、「ESG の概念を全社的に意識している」「同社資産運用残高の半分以上（5,400 億ドル相当）が ESG インテグレーションのプロセスを経ている」などとしていました。ところが、内部でのアセスメントの結果、「ごく少数の投資対象にしか ESG インテグレーションを行っていない」ことが判明したのです。これは社内のサステナビリティリーダーによる告発だったようですが、このことで担当者は退社することになりました。

一連の経緯や社内でのメールのやり取り等が報道で明らかになったことで、DWS は SEC（米国証券取引委員会）などから調査を受けることになりました。そして 2022 年 5 月にはドイツの検察・金融当局が DWS と親会社であるドイツ銀行を自宅搜索する事態となり、DWS の CEO であるアソカ・ブアマン氏が辞任するに至りました。

欧州に限らず、米国でも ESG ウォッシングが問題化しています。2022 年 5 月、SEC は米銀大手のバンク・オブ・ニューヨーク・メロンの資産運用子会社に対し ESG 情報の開示が不十分だったり虚偽の情報を記載したりしたとして、150 万ドルの制裁金を科しました。

日本でも「ESG」の名を冠した投資信託が、同じ投信会社が提供する別の投資信託と保有銘柄がほぼ同じであったことから、金融庁が「ESG 投信としての選定理由がわかりにくい」として、会社に対して説明を求めたと、一部の報道機関によって報じられました。

#### (2) EU の開示規制導入

ESG ウォッシングが各国で問題化する中で、ウォッシング回避の取り組みが進んでいます。ここで取り組みが先行している EU の事例を紹介します。

EU はサステナブル・ファイナンスを促進するための 10 項目の行動計画を 2018 年に策定しています。その項目の一つである「資産運用会社や機関投資家のサステナビリティ関連開示義

務」を具体化したものとして SFDR（サステナブル・ファイナンス開示規制）が策定され、2021 年 3 月から適用が始まっています。

SFDR の目的は、最終投資家の保護、サステナブルな金融商品のニーズへの対応、そして ESG ウォッシングを防止し金融商品の比較可能性を高めることにあります。そのために SFDR は資産運用会社や金融アドバイザーに対し、事業体レベルおよび運用商品レベルでのサステナビリティに関する情報開示を求めています。SFDR は ESG ウォッシングを防止するため、金融商品をサステナビリティ（ここでは「環境」や「社会」の改善を促進すること）への貢献度合いに応じて 3 つのカテゴリーに区分しそれぞれについて開示すべき内容を定めています。

この三つのカテゴリーと開示要件（ここでは契約前開示と呼ばれる日本でいう目論見書等にあたるものを示しています）の概要を示したのが図表 1 です。SFDR では、原則すべてのファンドが三つのカテゴリーのいずれかに分類されることとなりますが、これらは該当する開示内容が規定されている条文の番号をとって、6 条、8 条、9 条ファンドと呼ばれ、後になるほどサステナビリティへの貢献が高いということになります。

9 条ファンドは「サステナブル投資」を主体とするファンドです。「サステナブル投資」というのは、①E（環境）又は S（社会）の促進に貢献することを目的とした経済活動への投資（「サステナブル投資目的」といいます）でかつ、②他の「サステナブル投資目的」を著しく阻害せず（DNSH といいます）、③投資先企業において G（ガバナンス）に係るグッドプラクティスを実践していること、を要件とする投資です。

8 条ファンドは、「サステナブル投資」には該当しないものの、E または S を促進する投資を中心とするもの。6 条ファンドは 8 条、9 条いずれにも属さないファンドということになります（実は 6 条はすべてのファンドについてのサステナビリティ開示事項が定められた条項なので、6 条ファンドというのと全てのファンドを指すことになる気もするのですが、なぜか 6 条ファンドというのと 8 条 9 条に該当しないファンドを指すことになっています）。

（図表 1）EU SFDR の開示要件

6 条 (すべてのファンドに適用する開示要件)	8 条(ライトグリーン) 環境・社会または両方を促進する商品	9 条(ダークグリーン) サステナブル投資を目的とする商品
(契約前)開示要件 ・サステナビリティリスク(ESG要素が投資に与えるリスク)が投資判断に統合される方法	(契約前)開示要件(6条の規定に加え) ・サステナブル投資目的ではない旨の明記 ・促進されるE又はSの特性の説明。 ・サステナビリティ関連指標のリスト ・参照ベンチマークとE又はSの促進との整合 ・E又はSを促進するための投資戦略の種類 ・資産配分における、E又はSを促進する投資割合 ・(「サステナブル投資」を一部含む場合)EUタクソノミー適合割合等	(契約前)開示要件(6条の規定に加え) ・サステナブル投資目的である旨の明記 ・サステナブル投資目的の内容説明 ・サステナビリティ関連指標のリスト ・参照ベンチマークとサステナブル投資目的の整合 ・「サステナブル投資」のための投資戦略の種類 ・資産配分における、「サステナブル投資」の投資割合、EUタクソノミー適合割合等

出所：EU SFDR 規制資料より筆者作成

EU 自身は、SFDR は開示についての規制であってラベル付けのルールではないとしていますが、当該ファンドが 6 条、8 条、9 条のいずれのカテゴリーに属するかは、ESG 投資のニーズがある投資家にとっては大きな関心事です。また、運用機関にとっても自身の運用商品が 6 条、8 条、9 条のどこに該当するかという問題は、単に開示の内容が変わるだけでなく商品のマーケティングにも影響する問題です。

そのため、6条、8条、9条のいずれに属するかは事実上、ファンドにラベル付けをする効果をもたらしています。実際、8条ファンドは「ライトグリーン」、9条ファンドは「ダークグリーン」と呼ばれています。ちなみに、欧州の運用業界団体である EFAMA の調査によると、2021 年第一四半期末における、8条、9条ファンドの残高は、全体のそれぞれ 22%、2% になっています。

さて、2021 年 3 月から適用が始まった SFDR ですが、開示要件の細目（Level 2）の適用開始は 2023 年 1 月とされています。しかし、その細目の確定が遅れており、本稿執筆時点において天然ガスと原子力に関連する経済活動に対する出資比率の開示について議論が続いている状況であることを申し添えます。また、欧州委員会はグリーンウォッシング（実態が伴わないのに環境に良い投資であるかのように装うこと）の懸念から 8 条ファンドに何らかの「最低基準」を設けることを検討しています。つまりカテゴリー分類の基準が今後変わるかもしれないということです。基準に不透明さがあることへの対応として、運用会社の中には自社の運用商品のカテゴリーを見直す動きが出ています。例えば、一旦 9 条ファンドに分類したファンドを自主的に 8 条に“格下げ”するといった動きです。

EU は ESG 投資についての開示基準もいち早くリリースするなど、金融を通じた持続可能な環境・社会の実現加速に早くから取り組んできました。サステナビリティ貢献度合いに基づくファンドのカテゴリー分類などにその狙いが込められているように思います。ただ、投資カテゴリー分類にかかわる最近の混乱を見ますと、開示要件に関する議論が固まらない中で基準適応を急いでしまったことがやや拙速であったように思われます。

### (3) 英国の開示基準案

EU に続いて英国でも運用商品の開示基準についての議論が高まっています。英国では 2021 年 11 月に SDR（サステナビリティ情報開示要件）規制案が公表されました。パブリックコメントを経て 2022 年 11 月にはその修正案が公表されています。

EU SFDR はすべてのファンドに義務付ける“開示基準”であるのに対し、SDR はサステナブル投資であることを示す“ラベル”をつける際のルールと位置付けられ、準拠するかは任意です。“ラベル”をつけることで、どのようなサステナブル投資であるか、個人投資家にもわかりやすく表示することを意識したものになっています。

図表 2 に SDR による投資のカテゴリーと開示要件（契約前開示要件を示しています）の概略を示します（2022 年 11 月に公表された修正案による）。SDR では、サステナブル投資をサステナブルな資産への投資（フォーカス）、投資先のサステナビリティ向上（インプルーバー）、投資を通じたサステナブルなインパクトを追求（インパクト）の三つに分類しています（このほかにサステナブル投資ではない投資（ラベルなし）という分類がありますので、投資全体としては 4 分類しているということになります）。どうやら英国の SDR はサステナビリティ投資をその投資目的別に分類しているようです。EU SFDR のカテゴリー分類がサステナビリティへの貢献度で分類しているのとは考え方が異なります。

特筆されるのは、現状サステナブルな資産であるかどうかにかかわらずその向上を目指す資産への投資を「サステナブル・インプルーバー」として明示していることです。これはいわゆるトランジションを意識した投資カテゴリーと言えます。トランジション・ファイナンスについては、日本政府もその重要性を粘り強く主張してきたところですが、英国の SDR ではトランジションに向けた投資を ESG 投資の一類型として認める方向性になっています。

(図表 2) 英国 SDR のカテゴリー分類と開示要件 (案)

サステナブル・フォーカス 主として環境・社会にサステナブルな 資産に投資するファンド	サステナブル・イン플ューパー サステナビリティ向上を目指す資産へ投資 (現状サステナブルではない場合も含む)	サステナブル・インパクト 実世界へのインパクトを求め環境・社会課題の解 決を目指すファンド
<p>共通開示要件(契約前)</p> <p><b>サステナビリティ目標:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・サステナビリティ目標(具体的かつ計測可能なもの)</li> <li>・サステナビリティ目標の投資パフォーマンスへの影響</li> <li>・サステナビリティ目標と環境・社会的成果との連関</li> </ul> <p><b>投資方針・戦略:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・サステナビリティ目標に整合的な投資方針・戦略</li> <li>・投資可能ユニバースおよび資産選定基準</li> <li>・資産のサステナビリティ特性を継続的にモニター・評価する方針・手順</li> <li>・目標資産構成</li> <li>・サステナビリティ目標に反すると捉えられる恐れのある資産の説明</li> <li>・(インデックス投資の場合)当該インデックスの手法および目標との整合性)</li> </ul> <p><b>スチュワードシップ:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・企業・ファンドレベルでのスチュワードシップ戦略および資源</li> </ul>		
<p>サステナブル・イン플ューパーの開示要件</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・どの程度のサステナビリティ改善が達成可能なら投資対象とできるかについての説明。</li> </ul>		<p>サステナブル・インパクトの開示要件</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・サステナビリティ目標とTheory of Change※の整合</li> <li>・頑健なインパクト計測・提示の方法</li> <li>・エスカレーションプラン</li> <li>・どの程度のインパクトが達成可能なら投資対象とできるかについての説明</li> </ul>

※Theory of Change (セオリー・オブ・チェンジ) : どうやって、なぜ、望まれる変化が起こることが期待されるかについての説明  
出所: 英国 SDR 案他各種資料より筆者作成

SDR 案における開示要件は投資家を意識して定められている印象です。まず三つの投資カテゴリーに共通の開示要件として、サステナビリティ目標、投資方針・戦略、スチュワードシップ戦略がありますが、「サステナビリティ目標に整合的な投資方針・戦略」の開示、「サステナビリティ目標が投資パフォーマンスに与える影響」についての開示が求められるなど、ESG 投資を検討する投資家の関心が高そうな項目をカバーしている印象があります。

また、「サステナビリティ目標に反すると捉えられる恐れのある投資についての説明」が注目されます。リスク管理などファンド実務運営上の理由等でこうした投資が必要になることがあるのですが、そのような場合、ウォッシングだと誤解されないために、なぜ組み入れを行っているのか説明が求められるというわけです。このように SDR は個人も含めた投資家が ESG 投資商品を組み入れるにあたって、必要な情報や疑問に思ったりするであろうことを意識した基準になっているといえます。

#### (4) 米国の開示基準案

欧州の動きに少し遅れて、米国でも 2022 年 5 月に SEC (米国証券取引委員会) が ESG 情報開示案を公表しました。

SEC の開示案は、ESG 投資 (投資判断において ESG 要素を考慮する投資) を行うファンドに対して適用されます。図表 3 にその ESG ファンドの分類と開示要件の概要を示します。SEC 案では、ESG ファンドをインテグレーションファンド、ESG フォーカスファンド、インパクトファンドの三つのカテゴリーに分類し、それぞれ開示基準を定めています (ESG 要素を全く考慮しないファンドも考えられますので、正確には投資には 4 つのカテゴリーに分けられることになります)。

(図表 3) 米国 SEC によるカテゴリー分類と開示要件 (案)

インテグレーション	ESGフォーカス 一つ以上のESGファクターを重点的に考慮	インパクト 特定のESGインパクト達成を追求
<p>開示要件(目論見書など)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG要因を投資決定にどのように組み込むかについての簡潔な説明。</li> <li>(特定のESG要素に焦点を当てる場合)そのESG要素に関する開示</li> </ul>	<p>開示要件(目論見書など)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG戦略概要(チェックボックスと説明)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>インデックス追随 <input type="checkbox"/> ポジティブ/ネガティブスクリーニング</li> <li>インパクト追求 <input type="checkbox"/> 議決権/エンゲージメント <input type="checkbox"/> その他</li> </ul> </li> <li>投資判断におけるESG要因組み入れ方法</li> <li>ESGに関するエンゲージメント・議決権行使</li> <li>(特定のESG要素に焦点を当てる場合)そのESG要素に関する開示</li> </ul>	<p>開示要件(目論見書など)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG戦略概要(チェックボックスと説明)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>インデックス追随 <input type="checkbox"/> ポジティブ/ネガティブスクリーニング</li> <li>インパクト追求 <input type="checkbox"/> 議決権/エンゲージメント <input type="checkbox"/> その他</li> </ul> </li> <li>投資判断におけるESG要因組み入れ方法</li> <li>ESGに関するエンゲージメント・議決権行使</li> <li>(特定のESG要素に焦点を当てる場合)そのESG要素に関する開示</li> <li>インパクトの概要、達成方法、進捗計測方法、タイムホライズン、投資リターンとの関係</li> </ul>

出所：米国 SEC 案他各種資料より筆者作成

インテグレーションファンドは、ESG 要素を考慮するものの、主要な投資判断の要素とまではなっていないファンドで、開示要件も簡便なものになっています。

ESG フォーカスファンドは、一つまたは複数の ESG ファクターを投資判断において重点的に考慮するファンドで、開示要件もどのファクターに重点を置くか、投資戦略の概要（使用する ESG 戦略の説明）、投資判断における ESG ファクターの組み入れ方法、エンゲージメント方針など、より詳細になっています。

インパクトファンドは、ESG フォーカスファンドのうち特定のインパクト達成を目指すファンドと位置付けられています。開示要件は、ESG フォーカスに準ずるものに加え、目指すインパクトの概要や達成方法、インパクトと投資リターンの関係について説明するとされています。

なお、SEC は開示基準案とは別に、投資商品に ESG などの用語を使用する際のルール (names rule) の案を策定しています。これによると「ESG 要素を考慮するものの、主要な投資判断の要素とまではなっていないファンド」について ESG に類する名称を付けることは欺瞞的で誤解を招く行為である、とされています。このことから、インテグレーションファンドにおいては、商品名に ESG に類する名称を付けることは難しいといえるでしょう。

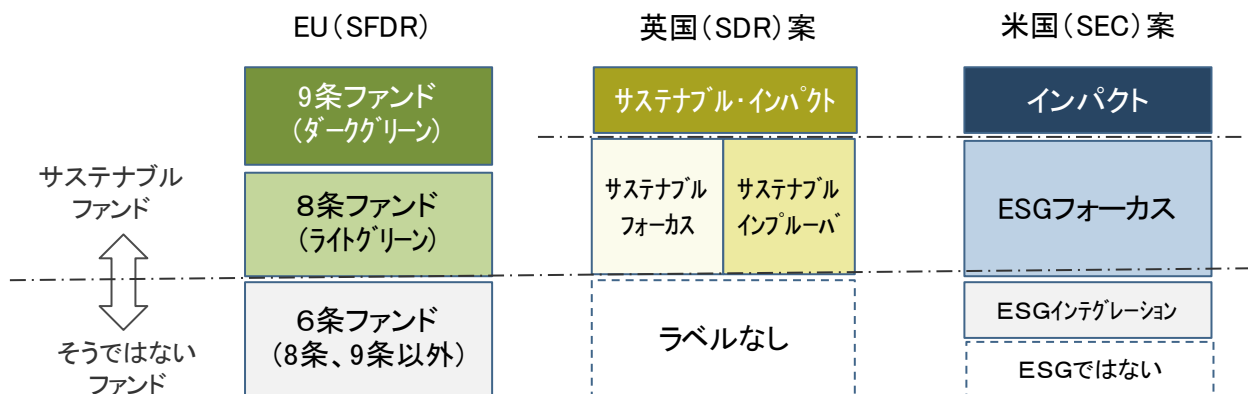
SEC 案における開示要件の特徴は、使用する ESG 戦略についての説明が比較的細かく規定されていることです。具体的には、スクリーニング、議決権行使、エンゲージメント、インデックス追随などの ESG 戦略のうち当該ファンドにおいて使用される戦略をチェックボックス形式で選んだうえで、それら戦略の内容を説明するよう求めています。これは投資家が、ESG フォーカスファンド（インパクトファンドを含みます）の戦略の違いを簡単に比較できるようにするためであると SEC は説明しています。

総じていえば、SEC 案の考え方は、ESG に関する投資手法や投資戦略を詳細に開示することで投資家が適切な判断を行えるようにする、ということのようです。確かにその通りなのですが、年金基金のようにある程度洗練された投資家ならば手法や戦略の説明で投資商品の組み入れ可否の判断ができると思いますが、個人投資家であった場合果たして手法や戦略の説明だけで十分かどうか疑問に思う部分でもあります。SDR 案のように、もう少しかみ砕いた説明があった方が良いでしょう。

## (5) 三つの基準案の関係

EU SFDR、英国 SDR 案、米国 SEC 案の三つの開示基準は、ESG 投資についての開示を充実させるという基本方向は同じですが、解説したように ESG 投資の分類や具体的な開示内容については異なる特徴があります。三つの開示基準における投資カテゴリーの対応関係が気になるところですが、それらの関係を示したものが図表 4 です。実のところ厳密な対応関係を示すものではなく、大まかなイメージとして捉えていただくと幸いです。また、SDR 案や SEC 案はまだ確定していませんし、SFDR も含めて今後各開示基準の見直しや解釈の変更もありえることにはご注意ください。

(図表 4) EU SFDR、英国 SDR、米国 SEC それぞれの ESG 投資カテゴリーの比較



出所：各種資料より筆者作成

図表において、三つの基準に共通して ESG あるいはサステナブルファンドとそうでないものを隔てるラインは SFDR の 6 条ファンドと 8 条ファンドを境にする線ということになります。三つの基準ともこれより上のファンドについてサステナブル (ESG) やそれに類する名称を使うことができるのです。

サステナブルなファンドを SFDR と SEC は 2 分類、SDR は 3 分類していることとなります。SDR はトランジションを意識したインプルーバーという分類を設けていることは既に触れたとおりです。

また、SFDR の 9 条ファンド、SDR 案や SEC 案のインパクトファンドはいずれもサステナビリティ (ファンド外部の社会・環境の持続可能性) への正の影響を目的としたものですが、SDR 案、SEC 案はその影響 (インパクト) の具体的な定義とモニタリングが要件となっているのに対し、SFDR は必ずしもそこまでは要求していないので図表のような対応関係として整理しています。

このように 3 つの基準のサステナブル投資分類にはそれぞれ微妙に違いがあります。そもそも分類の基準が異なっているので当然とも言えますが、地域ごとに基準の異なる投資ラベルが乱立することは投資家にとっても運用会社にとっても有り難くない現象と言えます。

## 2. 日本での開示規制導入の動き

冒頭でも触れましたが、日本でも ESG ウォッシングの問題は既に顕在化しています。これを受けて、日本でも ESG ウォッシング防止に向けた動きがあります。

金融庁は 2022 年 5 月、「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」を公表しました。その中で、「ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待」として 7 つの項目を公表しました（図表 5）。

（図表 5）ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待

1. 総論	運用プロセスアプローチの一層の強化と、運用プロセスの明確な説明や開示 ・ 専門人材の確保を含む組織体制の構築を行いつつ、企業価値評価、ポートフォリオ構築、エンゲージメント・議決権行使などにおいて ESG 要素をどのように活用しているか明確に説明できるよう、運用プロセスの高度化や開示の充実に取り組むべき ・ 企業分析の一要素として ESG 要素を考慮するととどまる場合は、ESG を主たる特徴とする投資信託であるかのような誤解を投資家に与えないようにすべき
2. 組織体制	サステナビリティ推進体制強化や ESG 投資手法高度化などを所管する部署の設置や ESG 専門人材の確保等を進めるべき
3. ESG インテグレーション	俗人的な判断のみに委ねず、組織としての一貫性や継続性が確保された体系的な対応を進めるべき 自社 ESG スコアを活用した評価枠組みの構築・高度化を進めるなど、事業機会・リスクを効果的に分析・把握するための枠組みを整備すべき
4. ESG 評価・データ提供機関	ESG データや個別評価の正確性や質を確保する観点から、ESG 評価・データ提供機関に対する適切な検証を行うべき
5. スチュワードシップ活動	投資戦略に応じて、積極的なスチュワードシップ活動を行い、ESG 関連の事業機会の向上・事業リスクの低減により、企業価値の向上を図るべき
6. 開示	顧客が投資商品の内容を正しく理解し適切な投資判断を行えるよう、情報提供や開示を積極的に進めるべき ・ サステナビリティレポートや責任投資レポートなどの策定による、自社の方針・取り組み事例に関する開示の充実 ・ ESG 投信の特徴や運用プロセスについて、目論見書による開示の充実 ・ 投資先の企業価値評価、エンゲージメントや議決権行使の状況、今後の方針等の開示の充実 ・ 投資信託に「ESG」「SDGs」「インパクト」等の名称をつける場合、当該名称の示唆する特性を一層明確に説明・開示
7. 外部委託	外部委託先に対する適切な管理と、顧客に対する商品特性に応じた正確な情報提供

出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」より筆者作成

まず、総論として運用プロセスの高度化や開示の充実の必要性が謳われていますが、「企業評価の一要素として ESG を考慮するととどまる場合は ESG を主たる特徴とするかのような誤

解を与えないようにすべきである」との記載があるのが特徴的です。ESG ウォッシングへの対応を運用会社に迫るものと言えます。また、各論として、専門人材の育成、組織的な運用体制や ESG が企業価値に与える影響の分析・把握する枠組みの整備、ESG 評価機関等に対する検証体制、ESG 関連のリスク・機会を踏まえたスチュワードシップ活動、外部委託先の適切な管理、などが謳われています。

そして開示については、責任投資レポート等による自社の取組み開示、目論見書での ESG 投信の運用プロセス説明、エンゲージメントや議決権行使を含む運用状況・方針の開示を謳っています。そして商品に「ESG」等の名称を付ける場合、その示唆する特性を一層明確に説明・開示することを要請しています。

金融庁は 2022 年度末をめどに金融商品取引業者等向けの総合的な監督方針を改正する意向で、その中に本内容を取り込む予定です。

金融庁が検討している開示規制は、投資家保護と ESG ウォッシング防止の観点から開示を充実させるという方向性は欧米と同じと言えます。また、『企業分析の一要素として ESG を考慮するにとどまる場合』は ESG を主たる特徴とするかのような誤解を投資家に与えないようにすべきとしており、投資商品に安易に「ESG」等の名称を付けることを否定しています。これは欧米の ESG 類似名称使用基準と同様の方向性といえるでしょう。

一方で ESG 投資を分類あるいはラベル付けを行うところまでは今のところ踏み込んでいません。欧米のラベリング案の行方を見極めてから検討しようと考えているのかもしれませんが。

### 3. ラベリングの必要性

本稿では、ESG ウォッシングとその対策として各国が検討中の商品の ESG 開示について紹介しました。欧州の三基準は、開示の充実を図るとともに ESG 投資ラベリングに踏み込んでいます（ラベリングを表明しているのは SDR 基準だけですが、他の基準も開示内容に差をつけることで区分しているため、運用会社も投資家もその区分をラベルとして扱っています）。一方で日本は開示の充実を図るものの、ラベリングについては様子見の姿勢のようです。

ここでラベリングが必要か、また、必要だとしたらどんなラベリングが望ましいか考えてみたいと思います。

年金基金などの機関投資家からすれば、ESG 投資についての十分な情報開示があればラベリングは必要ないと考える方が多いのではないのでしょうか。年金基金の場合、ポートフォリオ全体のリターン・リスク最大化のために、魅力的なリターン・リスク特性を持ちリスク分散に資する投資商品かどうかが見極められるならば、ESG 投資商品の組み入れ可否は判断できるはずですが、そのためには商品の投資方針・戦略等の開示は重要ですが、ラベリングは必要ないからです。

ラベリングが必要なのは個人投資家なのではないのでしょうか。個人投資家にとっては細かな投資戦略の開示があっても、投資における意味を理解することは困難です。わかりやすい投資ラベルがあれば、投資判断に役に立つと考えられます。したがってラベリングの良し悪しを判断する基準としては個人にとってわかりやすいラベリング（ラベルの名称および内容の説明）が望ましいと考えます。



その観点から、英国の SDR 案に一日の長があるように思えます。同基準は個人投資家まで意識して各投資ラベルにわかりやすい説明を行おうとしています。各ラベルのデザインまで考えており、個人投資家にとってのわかりやすさを追求しています。また、開示内容についても ESG 投資を行おうとする投資家の疑問点（サステナブル目標と投資パフォーマンスへの影響など）に応えるものとなっています。SFDR のように「サステナビリティを促進する」とか「目的とする」と言われても個人投資家にとっては違いがはっきりしないでしょうし、SEC 案の「ESG ファクターを重点的に考慮」になると個人にとっては難解としか言いようがありません。

日本におけるラベリングの検討はこれからだと思われませんが、欧米の状況を踏まえながら検討が進むことを期待します。

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。

#### 追記:

12 月 19 日、金融庁は「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正(案)を公表しました。ESG 投信の範囲として、投資選定において ESG を主要な要素とし目論見書にその旨定めているものと定義した上で、情報開示として、投資選定の要素となる ESG の内容や、ポートフォリオの構成、参照指数などの事項が定められた他、投資信託委託会社の態勢整備について定めています。

#### <参考文献>

GSIA ” Global Sustainable Investment Review 2020”、

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」

[https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527\\_1.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527_1.pdf)

GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)、「2021 年度 ESG 活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/esg-stw/GPIF\\_ESGReport\\_FY2021\\_J\\_01.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/GPIF_ESGReport_FY2021_J_01.pdf)

IOSCO ” Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Final Report”、

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>

金融庁「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範 (案)」

[https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220712/20220712\\_5.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220712/20220712_5.pdf)

(注) 上記 URL については今後、URL 先の都合により削除・移動する可能性がある点にご留意下さい。

## 書籍・記事のデジタル化

2022 年の年初に、週 2 冊、年間で合計 100 冊以上の本を読もうという目標を定めた。幸い近所にある区立図書館で貸出し期限が到来する 2 週間毎に 4~5 冊の本を借りて目標をクリアすることができた。もっとも、読破した本の 5~6 割は推理小説であり、自身の知識レベル向上に役立ったかどうかは疑わしいのだが・・・。

購入した本だけでこの目標を達成しようとする、かなり厳しい出費となるだけに図書館の存在は有り難い。なんといっても無料で大量の蔵書の中から好きなものを選べるからだ。もっとも、無料の図書館が成立するのは“本”というハードそのものを貸すことにあるのだろう。仮に、“電子書籍”を不特定多数の人に無料で貸し出すことになれば、電子書籍を購入する人がいなくなり、出版社の経営が成り立たなくなってしまう。逆に言えば電子書籍が紙の書籍に入れ替わってしまうと、現状のような図書館は存続できなく可能性がある。

個人的には小説や論文あるいは漫画等をスマホ等で読むことはないが、デジタル化は新聞でも進展している。筆者は定期購読を続けているが、最新ニュースは常にスマホでチェックしている。紙媒体の新聞の発行部数は減少しているようで、新聞協会の調べでは 2021 年 10 月の発行部数は 3,303 万部と 2000 年同月の 5,371 万部に比べ 39%減少、この間世帯数は 22%増加しており、1 世帯当たりの部数は 0.57 と半減しているという。部数減少はデジタル版新聞への移行もあるだろうが、それ以上にそもそもニュース等をネットのみに依存する人が増加していることが原因ではないだろうか。

新聞といえば先日、我が家に朝刊が誤配達されるという事件が発生した。定期購読している全国紙とは異なる全国紙が配達されたのである。妻が新聞販売店に問い合わせると、“委託販売なので間違えたのかもしれない”との回答だった。全国紙の新聞販売は販売部数が少ない地方はともかく、大都市では専売店での取り扱いであるとばかり思っていたが、東京 23 区内にあるこの店は他紙も扱っていたようだ。推測の域を出ないが、部数の減少で他紙の販売店が廃業したことが遠因で、専売であれば起こるはずがない他紙をポストに入れるという誤配達が発生したのかもしれない。

宅配は極めて便利なシステムであり、この仕組みがなくなるのは痛い。また、新聞は、ニュースはもちろんそれ以外にも様々な情報を提供してくれる貴重な存在である。発行部数の減少で経営が悪化して、ひいては新聞社の情報収集や情報発信能力が低下してしまうことは社会的に大きな損失である。特に、新聞は一般的に発信する情報の信憑性・公平性が高く、また、発せられる意見の多くは匿名ではない。Web が情報源としての役割を拡大させる一方で、「新聞」という価値ある情報を縮小させてしまわないかが心配である。

2022 年 12 月 17 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ものです。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](http://www.mufg.jp)