

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2023 年 12 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 8》 社会保障審議会「第 29 回企業年金・個人年金部会」での議論の概要 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》 確定拠出年金とは～②確定拠出年金の仕組み～ 年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子 | 7 |
| 《確定拠出年金・インフレ対応》 確定拠出年金制度におけるインフレ対応に関する考察 MUFG資産形成研究所 所長 日下部 朋久 | 11 |
| 《サステナブル投資》 企業側からみた建設的な株主エンゲージメントとは MUFG ファースト・センティア サステナブル投資研究所 | 21 |
| 《時事のつぶやき》 労働分配率が過去最低？ アナリスト 久野 正徳 | 31 |

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.mufig.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

社会保障審議会「第 29 回企業年金・個人年金部会」 での議論の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

社会保障審議会企業年金・個人年金部会（以下、企・個部会）第 29 回企・個部会（11 月 13 日）では、「加入者のための企業年金の見える化」と第 28 回に引き続き「資産運用立国」^{注1}についての議論が行われました。政府施策である「資産運用立国」については、内閣官房「資産運用立国分科会」において、今年末までに政策プランが策定される予定であり、広く有識者からの意見を聞くために、前回に引き続き議題とされたものです。

本稿では、第 29 回企・個部会での議論の概要についてお伝えします。

1. 企業年金・個人年金の課題検討における 3 つの視点

第 25 回企・個部会（7 月 24 日）において、今後の企業年金・個人年金の課題として検討すべき視点として、「①働き方・ライフコースに対応し公平で中立的な私的年金制度の構築」、「②私的年金制度の普及・促進」、「③資産形成を促進するための環境整備（投資教育・運用関係見直し）」が示され（図表 1）、この 3 つの視点に沿って議論が行われています。

本誌前号でもお伝えしたように、それぞれの視点に関して、第 26～28 回企・個部会で議論が行われています。

（図表 1）企業年金・個人年金における今後検討すべき 3 つの視点

- ① 働き方・ライフコースの選択に対応し公平で中立的な私的年金制度の構築**
（拠出限度額、iDeCo の加入年齢の引上げ、受給のあり方、私的年金に係る税制等）
- ② 私的年金制度の普及・促進**
（iDeCo の手続簡素化・効率化、iDeCo+ の導入推進、DB・企業型 DC の制度見直し、周知広報、個人の年金状況の見える化、ポータビリティの拡充等）
- ③ 資産形成を促進するための環境整備**
（DB ガバナンス、共同運用、定年延長等に伴う DB 給付減額判定、DB 保証期間上限、DC 投資教育の充実、指定運用方法のあり方、運営管理機関の評価、自動移換対策等）

出所：厚生労働省「第 25 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1 及び第 26～28 回資料を基に筆者作成

2. 第 29 回企・個部会の概要

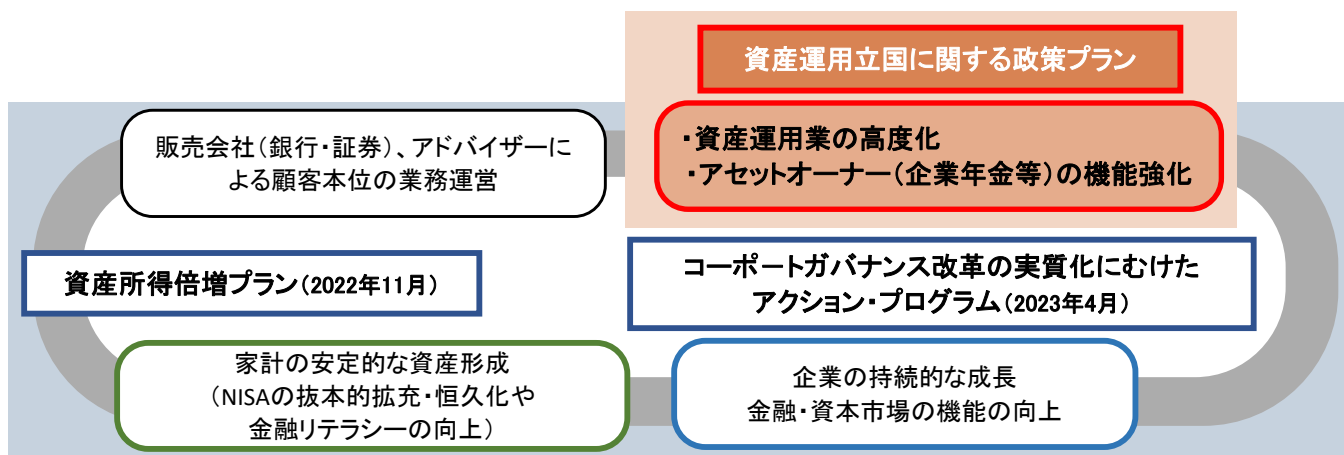
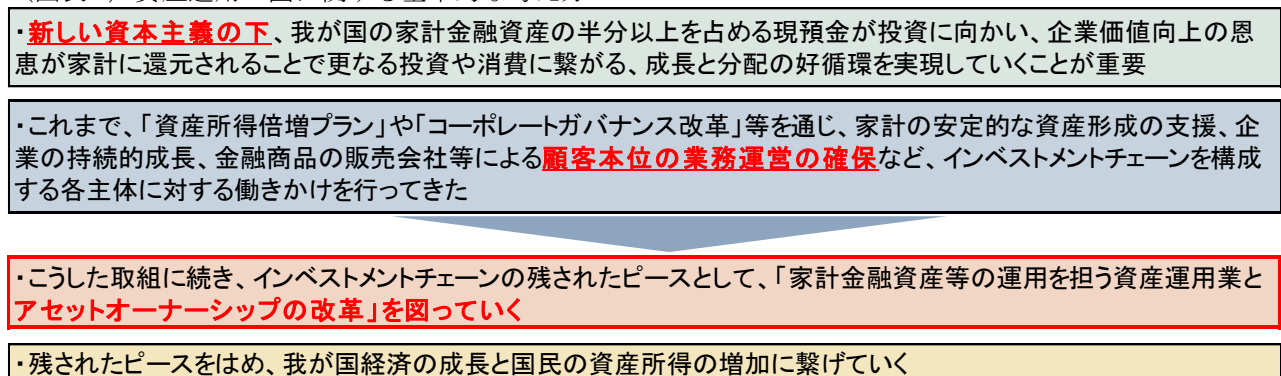
第 29 回企・個部会（11 月 13 日）では、資産運用立国に関係して「加入者のための企業年金の見える化」と前回に引き続き「資産運用立国」についての議論が行われました。

「資産運用立国」については、政府「骨太の方針 2023」に掲げられた「持続的成長に貢献する資産運用立国を実現」するために、「新しい資本主義実現会議」における新しい資本主義の推進についての重点事項のひとつとして挙げられた「②地方・中堅中小企業等を含めた持続的賃上げ、所得向上の実現」の経済対策の具体策として、「資産運用業及びアセットオーナーシップの改革、並びに、資産運用業への新規参入と競争の促進等のため、資産運用立国にかかる政策プランを年内に策定する」とされたものです。

新しい資本主義を実現するために、成長と分配の好循環を実現していくことが重要であり、これまで「資産所得倍増プラン」や「顧客本位の業務運営の確保」を行ってきましたが、さらに「家計金融資産等の運用を行う資産運用業とアセットオーナーシップの改革を行い」、経済成長と国民の資産所得の増加に繋げていく狙いがあります（図表 2）。

そのため、「新しい資本主義実現会議」の下に「資産運用立国分科会」が設置され、議論が開始されたものです。「第 1 回 資産運用立国分科会」（10 月 4 日）が開催された後、広く有識者からの意見を聞くために、第 28 回 企・個部会（10 月 17 日）における議題として挙げられ、現状の実態を正しく理解して議論してもらおうべく、資産運用立国に関する企・個部会の意見をとりまとめ、「第 2 回 資産運用立国分科会」（10 月 27 日）において、厚生労働省から説明がなされました（図表 3）。

（図表 2）資産運用立国に関する基本的な考え方



出所：内閣官房「第 3 回 資産運用立国分科会」資料 2 等より筆者作成

(図表 3) 第 2 回資産運用立国分科会に提示された「社会保障審議会企・個部会委員の主な意見」

| | |
|-----------------|---|
| 企業年金全般 | <ul style="list-style-type: none"> ・企業年金の受託者責任に係る制度はここ20数年で改善を重ねてきており、企業年金は資産運用の高度化に真摯に取り組んできたところ。こうした前提に立ったうえで、資産運用立国における運用力の向上について議論すべき。 ・企業年金は、労使の自治に基づく福利厚生制度の一部で、公的年金の上乗せとして、退職後の生活の安定を確保するために行うもの。企業年金の観点からは、市場の活性化のために積極的な投資を促進すべきというものではない。 ・企業の負担を大きくすぎると、そもそも企業年金をやめることに繋がりがねず、配慮が必要。企業年金における運用とは、許容されるリスクの中で利益を確保することであり、更に低流動性資産を含む分散投資の推進を求めると、企業年金に大きな負担となる。 |
| アセットオーナー・プリンシプル | <ul style="list-style-type: none"> ・アセットオーナーの目的や役割は様々で、一つに括ることはできない。 ・プリンシプルは、規制ではなく、あくまで原則であり、その方向で議論してほしい。 |
| 運用力の向上 | <ul style="list-style-type: none"> ・企業年金の役割とは、受益者に約束した給付を行うことであり、運用収益の極大化は一番の目的にはこない。企業年金の予定利率は、給付のためにどの程度を掛金として用意するか、計算するものであって、低いと悪い・高いと良いという評価にはならない。 ・運用力の向上は何かと考へた時に、目標と実際との誤差をできるだけ小さくする、リスクの極小化も、企業年金の大切な運用力の1つと考へている。 ・企業年金制度は従業員の後生の所得確保のため、労使合意の下で進められているものであり、運用目標を引き上げることで、従業員の損失に繋がるようなことはあってはならない。 |
| DBの運用の見える化 | <ul style="list-style-type: none"> ・企業年金の運用の見える化は、加入者・受給権者のために行うべきもの。この点、DBは資産運用実績だけを見ると見誤ることになるので、財政状況全体を踏まえて判断すべき。 ・DBの運用の見える化について、誰のためかを考へることが重要。労働条件としての情報開示との重なり合いはあるのではないかと。 ・DBの運用の見える化について、加入者のためということであれば、将来の受取額の見える化がなされるべき。そもそも加入しているか知らない人がいたり、将来の受取額を知らない人もいる。退職給付会計の導入により、既に株主に一定の情報が開示されており、追加的な開示が重要な内容を含むのか懐疑的。 |
| 適切な商品選択 | <ul style="list-style-type: none"> ・資産運用立国は、運用業という産業を育てるという話だけではなく、家計金融資産の約半分を占める現預金を、企業の持続的成長、ひいては国民の資産形成に繋げていくことが目的であると認識している。個人に長期の資産運用を促すという点で、企業型DCは重要な役割を果たしている。 ・企業型DCにおいて事業主による運営管理機関の評価が努力義務化されたが、情報の非対称性等により、評価する視点が十分でないと感じる。例えば、(今後設立予定の)金融経済教育推進機構などの中立的な機関が、企業をサポートしていくことが重要。 ・定期的な投資教育は、従業員が商品のラインナップを変えるべきと気づききっかけにもなり、非常に重要。 |
| DCの見える化 | <ul style="list-style-type: none"> ・運営管理機関の運用の方法の一覧は公開されているが、その一覧を活用できるのは一部の大企業だけだろう。比較しにくいPDFファイルで掲載されていたり、金融機関ウェブサイトの奥底にあるなど、課題がみられる。 |

出所：厚生労働省「第29回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料2より抜粋して筆者作成

3. 【議題1】資産運用立国について

第29回企・個部会では、議題として前回に引き続き「資産運用立国について」が取り上げられました。事務局からは、アセットオーナーのひとつである企業年金について、受益者の利益を最大化するために、運用力の向上等の改革に関して、考へられる施策案の例が示されました(図表4)。

(図表 4) 企業年金改革の方向性について考えられる施策案

| (取組項目) | | (考えられる施策案の例) |
|--------|-------------------|--|
| DB | 運用力の向上 | ・受益者の最善の利益を達成するため、規模・特性に応じた運用受託機関の適切な選択や定期的な点検・見直し、より適切な運用に向けた専門性の向上のための取組 |
| | 共同運用の選択肢の拡大 | ・企業年金連合会が実施する共同運用事業の発展及び、総合型基金の利用促進による高度化 |
| | 加入者のための運用の見える化の充実 | ・海外の例も参考にしつつ、加入者が他社と比較できるよう、資産運用状況に関する情報開示 |
| 企業型 DC | 適切な商品選択に向けた制度改善 | ・運営管理機関、DC実施企業、加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選択を支援するための取組(特に元本確保型商品のみでの運用となっている場合等) |
| | 加入者のための運用の見える化の充実 | ・運営管理機関・DC実施企業が選定した運用の方法のラインナップも含めた加入者の資産形成促進に向けた開示の促進 |
| その他 | 私的年金の更なる普及促進 | ・関係省庁等と連携しつつ、私的年金の広報(関連法案が国会で成立・施行された場合、新たな認可法人となる「金融経済教育推進機構」が設立される見込みであり、機構への協力) |
| | | ・私的年金の拠出限度額の拡充や手続きの簡素化について、資産所得倍増プラン等を踏まえ、2024年の公的年金の財政検証に併せ検討 |

出所：厚生労働省「第 29 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 2 より筆者作成

4. 【議題 2】 加入者のための企業年金の見える化

前述の資産運用立国についての議題を踏まえ、企業年金における「加入者のための見える化」について、企業年金の「加入時」「加入期間中」「退職時・受給時」の各フェーズに応じた情報提供や周知のあり方、さらに、いわゆる選択制 DC・選択制 DB 加入時の周知のあり方等についての論点が事務局から示され(図表 5)、前述の資産運用立国と併せて出席委員からの意見出しが行われました(図表 6)。

(図表 5) 「加入者のための見える化」に関する論点

| | | |
|----|---------|---|
| DB | 加入時 | ・現在、制度加入時に周知義務はないが、加入時に周知を義務づけるべき事項はあるか ・いわゆる選択型 DBI について、制度加入時の周知のあり方をどのように考えるか |
| | 加入期間中 | 【加入者への業務状況等の周知】 ・加入者に周知、情報開示すべき事項は何か ・加入者へのわかりやすさの観点から取り組むべき事項は何か ・各 DB の形態や給付設計等に応じ、どのような取組を各 DB に求めるべきか 【運用状況等の情報開示】 ・加入者にとってより適切な運用方法や運用受託機関が選択されるために情報開示を行うべき事項は何か ・情報開示の対象事項はどうあるべきか ・加入者が情報開示による他社と比較を行うことの意義や効果は何か ・他社比較という観点も踏まえ情報開示の主体はどうあるべきで手法は何によるべきか |
| | 退職時/受給時 | ・退職時/受給時において周知すべき事項や実施すべき取組は何か |

| | | |
|--------|---------|--|
| 企業型 DC | 加入時 | <ul style="list-style-type: none"> ・加入者が適切な商品選択を行うために周知すべき事項、行うべき取組は何か ・運営管理機関が商品ラインナップや商品の運用方法、手数料等をわかりやすく示すためにどのようなことを働きかけるべきか ・事業主の商品ラインナップの理由の説明を適切に行うためにどのような取組が必要か ・いわゆる選択型DCについて、制度加入時の周知のあり方をどのように考えるか |
| | 加入期間中 | <ul style="list-style-type: none"> ・RKによる個人別管理資産額等の通知について通知すべき事項や通知のあり方について更に取り組むべき事項はあるか ・加入者が引き続き適切な商品選択を行う観点から周知すべき事項は何か ・将来の受給額推計の周知を進めるべきか、実施に当たって検討すべき事項は何か |
| | 退職時/受給時 | <ul style="list-style-type: none"> ・受給開始前の転職時等に移換手続きを適切に行うために周知すべき事項や取組は何か ・受給時に裁定手続きや受給期間中の運用等について周知すべき事項や取組は何か |

出所：厚生労働省「第 29 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1 より筆者作成

(図表 6) 第 29 回企・個部会における出席委員からの主な意見

| 出席委員からの主な意見 | |
|-------------|--|
| ✓ | 加入者、受給者に対する見える化であることを再認識したうえで議論を進めて頂きたい |
| ✓ | DB の見える化により、資産運用が効率化されるものではない |
| ✓ | DB は各社の人事戦略に基づく報酬戦略であり、一般に開示することに対しては疑問がある また、DB の予定利率や資産運用は母体企業の財務戦略や企業戦略に基づくものであり、他社比較はかえって加入者等に誤解を与えるのではないか、加入者等への必要な情報は将来の受給見込額と資産の積立水準くらいではないか(複数の委員から同様の意見あり) |
| ✓ | 一方、利回りや運用手数料等を開示し、比較できるようにすべきとの意見もあり |
| ✓ | DB 加入者等への開示は既になされており、更なる情報開示は、特に中小企業等の負担を考慮する必要がある |
| ✓ | DB 選択制についても、企業型 DC 同様に、事業主は正確に説明する必要があることを、法令解釈通知等に規定すべきではないか |
| ✓ | DB、DC の情報開示については、米国のように企業や基金から提出された情報を基に厚生労働省が開示すればよいのではないか(複数の委員から同様の意見あり) |
| ✓ | DC の情報開示については加入者に伝えるだけでなく、正しい投資行動に繋げることが大事 |
| ✓ | 加入者等への情報開示については、加入者等への投資教育と併せて検討していくべきである |

出所：厚生労働省「第 29 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、引き続き、冒頭に記載した 3 つの視点に沿って企業年金・個人年金の課題と次期改正項目の議論が進められていくものと見込まれます。また、企業年金の資産運用については「資産運用立国分科会」と「資産運用に関するタスクフォース」で議論が進められ、「資産運用立国にかかる政策プラン」が年内に策定される予定です(図表 7)。

事務局からは、「資産運用立国分科会においては年末までに政策を立案するための議論が進められているが、企・個部会では次期年金改正に向けての議論を引き続き行っていく」との説明がありました。

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 7) 企・個部会等における検討スケジュール

| | 【厚生労働省】企・個部会 | 【内閣官房】資産運用立国分科会 | 【金融庁】資産運用に関するタスクフォース |
|----------|---|---|---|
| 2023年6月 | | 「骨太の方針2023」 | |
| 2023年9月 | | 「第22回新しい資本主義実現会議」(2023年9月27日) | |
| 2023年10月 | 【第28回】2023年10月17日 ・資産形成を促進するための環境整備 ・資産運用立国について | 【第1回】2023年10月4日 ・資産運用業に係る課題の対応の方向性 | 【第1回】2023年10月3日 ・資産運用に関する現状の概観等 |
| | 企・個部会委員の 主な意見を提示 | 【第2回】2023年10月27日 ・アセットオーナーシップの改革の方向性 | 【第2回】2023年10月18日 ・資産運用会社の新規参入の促進、 成長資金の供給等 |
| 2023年11月 | 【第29回】2023年11月13日 ・加入者のための企業年金の見える化 ・資産運用立国について | 【第3回】2023年11月15日 ・これまでの議論と考えられる整理(案) | 【第3回】2023年11月6日 ・これまでの議論のまとめ ・資産運用業のガバナンスの向上等 【第4回】2023年11月22日 ・資産運用に関するタスクフォース報告書(案) |
| 2023年12月 | (3つの視点について議論) | 資産運用立国にかかる 政策プランの策定 | |
| 2024年夏 | ・2024年公的年金財政検証実施 | アセットオーナープリンシプルの策定 | |
| 2024年末 | ・次期年金改正の議論のとりまとめ (年金部会・企・個部会) | | |
| 2025年初 | ・国会に改正法案を提出予定 | | |

出所：筆者作成

注1 2023年6月に政府が公表した「経済財政運営と改革の基本方針2023(いわゆる骨太の方針2023)」の「第2章 新しい資本主義の加速(家計所得の増大と分厚い中間層の形成)」の中で、2,000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現するため、「資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定する」と明記されたことから、新しい資本主義実現会議の下に「資産運用立国分科会」が10月4日に設置され、資産運用立国について議論を開始。

< 参考資料 >

- ◆厚生労働省社会保障審議会「第29回企業年金・個人年金部会」(2023年11月13日)
https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_36339.html
- ◆厚生労働省「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会委員の主な意見」(第2回資産運用立国分科会における説明資料)(2023年10月27日)
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai2/siryou4.pdf
- ◆内閣官房「第3回資産運用立国分科会」(2023年11月15日)
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai3/index.html
- ◆内閣官房「第2回資産運用立国分科会」(2023年10月27日)
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai2/index.html
- ◆内閣官房「第22回新しい資本主義実現会議」資料1(2023年9月27日)
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai22/juutenjikou_set.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。

確定拠出年金とは ～②確定拠出年金の仕組み～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子

今回は「確定拠出年金とは」の第2回目として、前回に続き企業年金の1つである確定拠出年金（以下、DC）の仕組みについて解説します。

1. 企業型 DC の仕組み

企業型 DC の仕組みの中から、資産運用、給付、個人別管理資産の移換について解説いたします。

(1) 資産運用（運用商品の選定）

DC では加入者が自己の責任において運用商品の指図を行います。商品は制度毎に運営管理機関によって選定され、加入者に提示されます。そして、加入者はその中から商品を選択し、指図を行います。運用指図の変更機会は少なくとも3カ月に1回とされていますが、毎日運用指図を行えるようにしている場合が多くなっています。

運用商品の法令上の規定では原則として、従業員が選択できる運用商品は最低3商品、最大でも35商品までと規定されています（選定ルールは図表1の通り）。運営管理機関は、加入者が運用商品を適切に選択できるよう、運用商品に関する情報を加入者に提供する必要があります。

（図表1）運用商品の選定ルール

- 商品の運用から生ずる収益率や収益変動の可能性、その他収益の性質が類似したものでないこと
- ターゲットデットファンドはまとめて1本と数える
- 運用方法の選定の基準として、自社株ファンド等を選定する場合はそれ以外から3本以上を選定
- 元本確保型商品を選定する場合は、それ以外の区分から2本以上を選定

出所：筆者作成

(2) 資産運用（デフォルト商品・商品除外）

前述の通り DC では、加入者が自ら DC の運用商品を選択する必要があります。しかし、実際には運用商品を選択しない加入者が存在します。これらの自ら商品を選定しない加入者のために、自動的に商品が選択される「指定運用方法」いわゆる「デフォルト商品」という仕組みがあります。デフォルト商品の選定基準は「長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生じる損失に備え、収益の確保を図るもの」として、図表2の基準に適合するもの、とされています。なお指定運用方法の設定は企業の任意です。

また、加入者に提示した運用商品について、商品選択者の3分の2以上の同意があれば、運用商品から除外することができます。

(図表 2) デフォルト商品の選定基準

- 経済事情の変動による損失可能性について加入者集団属性に照らし許容される範囲内であること
- 運用から見込まれる収益について、集団に必要とされる水準が確保されると見込まれること
- 損失可能性が運用から見込まれる収益に照らして合理的と認められる範囲内のものであること
- 手数料等の費用が、運用から見込まれる収益に照らし、過大でないこと

出所：筆者作成

(3) 資産運用（事業主の行為準則）

運用商品の選定等に関する事業主の行為準則として、事業主は、運営管理業務が加入者等の利益のみを考慮して、適切に行われていることを確認するよう努めることが求められます。そのため、運営管理機関から加入者等の利益のみを考慮したものである合理的な説明を受けるように努めることが求められます。

また、事業主は加入者等の利益のみを考慮し、運営管理機関を選定することとされています。選定後も少なくとも5年ごとに運営管理機関の評価を行うこととされています。運営管理機関の業務遂行状況について評価を行い、必要があると認める場合は、運営管理機関の変更、その他の必要な措置を講ずるよう努めることとされています。具体的な評価方法は図表3の通りです。

(図表 3) 運営管理機関の具体的な評価項目

- 運用商品の選定から時間が経過しても、加入者等にとって最適な運用商品が選定されていることを確認するため、次の点が評価項目として考えられる
 - ① 運営管理機関による運用商品モニタリングの内容（商品や運用会社の評価基準を含む）
 - ② 加入者等への情報提供がわかりやすく行われていること（コールセンターや加入者ウェブの運営状況等）
- 運営管理業務の運営体制、運営管理機関の信用及び財産の状況等を評価項目とすることが考えられる
- 運営管理機関から運営管理業務に付随して提供を受けているサービス（投資教育を委託している場合の投資教育の内容や方法等）で点検すべき項目があれば、当該項目についても評価することが望ましい

出所：筆者作成

(4) 資産運用（投資教育）

DC 法上、投資教育の実施主体は事業主とされています。ただし、投資教育は運営管理機関などの外部に委託することも可能です。投資教育の基本的な考え方は図表4の通りです。なお、特定の運用商品の指図または指図しないことを勧めることは禁止されていますので、投資教育を実施する際にはご留意ください。

(図表 4) 投資教育の基本的な考え方

| | |
|--------------------|---|
| 投資教育に関する 事業主の責務 | <ul style="list-style-type: none"> ● 企業型DC加入者等（企業型DC加入者および企業型DC運用指図者）に対する 資産運用に関する基礎的な資料提供その他必要な措置を講じるよう努めなければならない ● 事業主は加入時、加入後とも個々の加入者等の知識水準やニーズ等も踏まえつつ、加入者等が十分理解できるよう、「継続的」に「必要かつ適切」な投資教育を行わなければならない ● 加入者等が適切な資産運用のための情報・知識を有していることに加え、確定拠出年金制度の老齢給付金の受給時期等、制度に関する情報・知識を有していることも重要 |
|--------------------|---|

| | |
|---------------------------|---|
| ①加入時教育 (事業主の努力義務) | <ul style="list-style-type: none"> 加入者にDC制度における運用の指図の意味を理解させること 加入者が具体的な資産の配分を自らできるようにすること 加入者が運用による収益状況の把握ができるようにすること 事業主等は、運用の指図を行うことが想定される加入者等となる時点において投資教育がなされているよう努めること |
| ②継続教育 (事業主の努力義務) | <ul style="list-style-type: none"> 加入時に基本的な事項が習得できていない者に対する再教育 制度に対する関心が薄い者に対する関心の喚起 |
| 投資教育において配慮すべき事項 | <ul style="list-style-type: none"> 加入者等の行動分析（商品配分、コールセンターへの照会内容）やアンケート調査によるニーズ把握 加入者の知識、経験等のレベル別に対応したメニューの企画 具体的な資産配分事例、金融商品ごとの運用実績等の具体的なデータ活用に基づく実践的な内容 運営管理機関からの加入者の運用の実態等の情報取得および投資教育に関する助言 |
| 投資教育の具体的な内容 (DC法令解釈通知) | <ul style="list-style-type: none"> (1) DC制度等の具体的な内容 <ul style="list-style-type: none"> 日本の年金制度の概要、改正等の動向及び年金制度におけるDCの位置付け、DC制度の概要 (2) 金融商品の仕組みと特徴 <ul style="list-style-type: none"> 預貯金、信託商品、投資信託、債券、株式、保険商品等それぞれの金融商品についての説明 (3) 資産の運用の基礎知識 <ul style="list-style-type: none"> 資産運用の留意事項、リスクの種類・内容、リスク・リターンの関係、長期運用の考え方、分散投資の考え方等 (4) DC制度を含めた老後の生活設計 |
| 提供方法 | <ul style="list-style-type: none"> できる限り多くの加入者等に参加、利用の機会が確保されるように配慮すること |
| 効果の把握 | <ul style="list-style-type: none"> 事後にアンケート調査、運用の指図の変更回数等により目的に応じた効果の達成状況を把握すること |
| 投資教育を委託する場合の留意事項 | <ul style="list-style-type: none"> 投資教育の実施状況の把握：投資教育の内容・方法、実施後の運用の実態、問題点等 運営管理機関へ協力すること（資料配布、就業時間中の説明会実施、会場用意等） |

出所：筆者作成

(5) 給付

DCの給付には3種類の給付があります。詳細は図表5の通りです。

(図表5) DCの給付種類

| 給付種類 | 内容 |
|-------|--|
| 老齢給付金 | <ul style="list-style-type: none"> 通算加入者等期間（加入者期間と運用指図者期間を合算した期間のうち60歳以前の期間）によって受給できる年齢を法令で規定（通算加入者等期間が10年以上の場合、60歳から本人の申出により受給が可能） 本人が請求せずに75歳に到達した場合は、記録関連運営管理機関等の裁定に基づき支給する 年金支給期間は、「5年以上～20年以下」の有期年金または終身年金 規約に定めれば、全部または一部を一時金として支給することも可能 |
| 障害給付金 | <ul style="list-style-type: none"> 75歳到達までの間に高度障害の認定を受けた場合に受給が可能 |
| 死亡一時金 | <ul style="list-style-type: none"> 加入者等が死亡した場合、遺族が死亡一時金を請求することが可能 |

出所：筆者作成

(6) 資産移換（ポータビリティ）

ポータビリティとは、年金制度間の年金資産の移換を意味します。今回は、企業型 DC に関するポータビリティについて解説します。

図表 6 の丸印がついている制度への資産移換が可能です。基本的に企業型 DC から全ての制度へ移換可能であり、全ての制度から企業型 DC へ移換可能ですが、一定の条件が必要なケースもあります。

企業型 DC から確定給付企業年金（以下、DB）への移換については、移換先の DB 規約に受け入れる旨の規定がある場合に限って資産を移換することが可能です。企業型 DC から中小企業退職金共済（以下、中退共）への移換については、合併等の場合に限って可能となっています。また、中退共から企業型 DC への移換については、合併等や中小企業者でなくなった場合に限り可能です。

(図表 6) 資産移換（ポータビリティ）

| | | 移換先の制度 | | | | |
|--------|---------|--------|--------|-------|-----|---------|
| | | DB | 企業型DC | iDeCo | 中退共 | 企業年金連合会 |
| 移換元の制度 | DB | ○※1 | ○ | ○※4 | ○※2 | ○ |
| | 企業型DC | ○※1 | ○ | ○ | ○※2 | ○※5 |
| | iDeCo | ○※1 | ○ | — | × | × |
| | 中退共 | ○※2、※3 | ○※2、※3 | × | ○ | × |
| | 企業年金連合会 | ○※1 | ○ | ○ | × | — |

- ※1 移換先 DB に資産を受け入れる旨の規定が必要
 - ※2 合併等（分割、事業譲渡含む）での場合に限る
 - ※3 中小企業でなくなった場合
 - ※4 終了した DB からの移換が可能
 - ※5 企業型 DC から企業年金連合会（通算企業年金）への移換が可能
- 出所：筆者作成

DB から DC への移換期限は DB の加入者資格喪失から 1 年以内、企業年金連合会から DC への移換期限は DC の加入者資格取得から 3 カ月以内となっていますので、移換の際には十分ご注意ください（図表 7）。

(図表 7) 個人別管理資産の他制度から DC への資産移換額・移換期限

| 移換元制度 | 資産移換額 | 移換期限 |
|---------|-----------|---------------------|
| DB | 脱退一時金相当額※ | DBの加入者資格喪失日から1年経過日 |
| 企業年金連合会 | 積立金 | DCの加入者資格取得日から3ヵ月経過日 |
| 退職一時金 | 不可 | — |

- ※ 移換元事業主は、移換対象者に対して資産の移換に関する説明義務がある（DB 令 54 条の 4）
- 出所：筆者作成

本稿が、皆様の持続的な年金制度の運営の一助になれば幸いです。

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。

確定拠出年金制度におけるインフレ対応に関する考察

MUFG資産形成研究所 所長 日下部 朋久

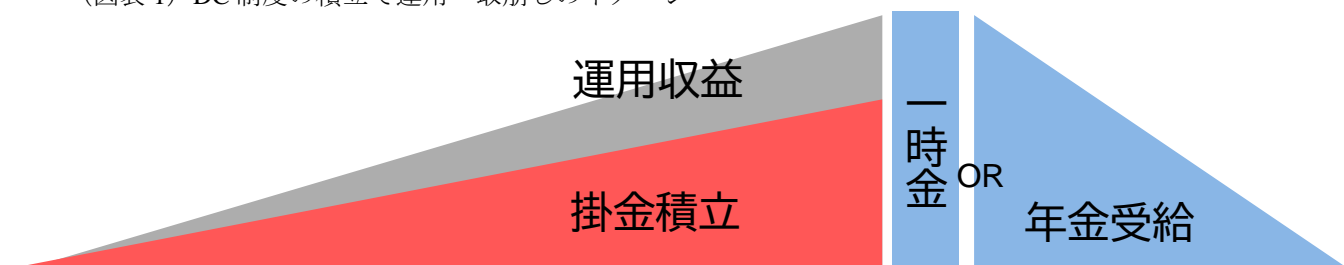
日本では、長く続いたデフレ・低インフレ時代から、継続的なインフレが意識されるようになってきた。賃金の上昇が持続的なものとなり、企業が増加した労務費を適切に販売価格に転嫁する流れが定着すれば、賃金と物価の好循環となりデフレに後戻りすることのない経済環境が整っていくことが期待される^(注1)。

物価上昇はそれ以上の賃金上昇があつてこそ好循環であるが、年金生活者はどうであろう。公的年金は少子高齢化の影響により所得代替率は低下していく見込みであるものの、基本的には物価・賃金スライドが組み込まれている。一方、私的年金（企業年金・個人年金・貯蓄等）では、物価スライドは組み込まれていないケースが多いものと思われる。本稿では老後資金として私的分野におけるインフレ対応のあり方について、確定拠出年金（DC）制度にフォーカスして検討するものである。

1. DC 制度におけるインフレの影響

DC 制度は掛金を積立てつつ運用を行うことで残高を増やし 60 歳以降に給付を受ける仕組みである。給付は年金、もしくは一時金の形態で受給することになる。インフレが進むと将来の給付額の実質価値が低下するため、その価値を維持しようとする、何らかの対応が必要となる。

（図表 1）DC 制度の積立て運用・取崩しのイメージ



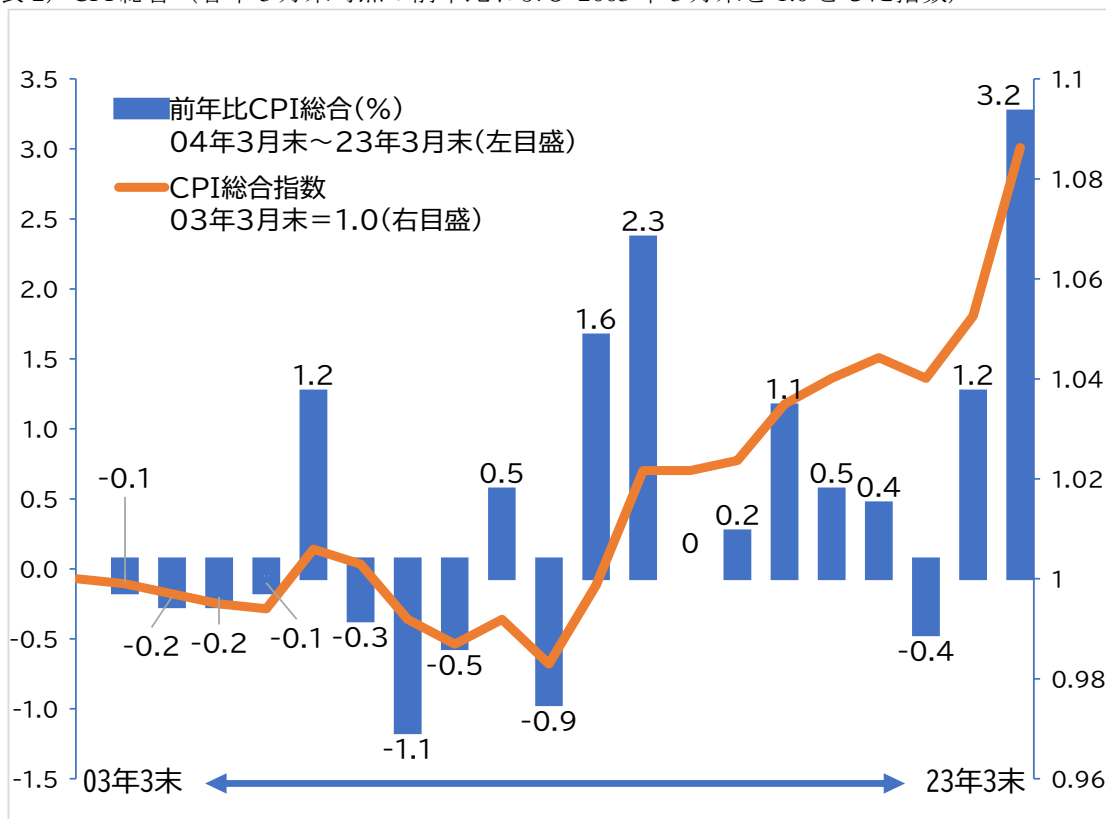
出所：筆者作成

DC 制度の給付額を構成する要素は掛金（元本）とその運用収益のみであり、この 2 要素についてインフレにどう対応すれば実質価値が維持できるのか検討する。なお、本稿ではインフレ対応としていわゆる物価スライドをイメージしているが、生産性の向上などにより賃金はインフレ率より上昇することが考えられ、給付水準を現役賃金に連動するよう賃金スライドを検することがありうるが、ここでは物価スライドを少なくとも目指すという前提で論を進める。

2. 消費者物価上昇率（総合）の推移

インフレの影響を議論するにあたって、この 20 年の消費者物価（総合）の状況を確認する。インフレ・デフレを繰り返し、累積で見ると 20 年間で 10% 程度の上昇であり、ほとんどインフレを意識する必要がなかったと言える。ただし 22 年 3 月末・23 年 3 月末の前年比上昇率は大きく、それぞれ 1.2%、3.2% となっており、デフレ経済もいよいよ変換点かどうかという状況になっている。このままインフレが定着する可能性があり、本稿では定着することを前提に、DC 制度における影響と対応を論じる。

(図表 2) CPI 総合（各年 3 月末時点の前年比および 2003 年 3 月末を 1.0 とした指数）



出所：リフィニティブのデータより筆者作成

3. 掛金を物価スライドするには

給付額が物価スライドするには、給付額の構成要素である掛金額がインフレ率に応じて増加することが必要となる。掛金の決定方法を大別すると、「基準給与×掛金率」もしくは「定額」となる。

「定額」の場合、企業型、個人型いずれにおいても、自動的に物価スライドをすることはない。定額掛金を物価スライドしようとする、例えば 1 年ごと定額掛金額をインフレ率に応じて見直すことになる。特に企業型での選択制 DC 制度における拠出やマッチング拠出、および個人型 DC における拠出は、本人の意思で掛金額を設定できるものの、自ら手続きを行う負担が生ずる。また、掛金設定の刻みがあらかじめ定められているため、細かな水準調整はできず、何年かに一度調整するなど大まかな対応とならざるを得ないなど実務的な課題がある。

「基準給与×掛金率」の場合、さらに2つに大別される。基準給与が賃金改定と連動しているか否かである。賃金改定と連動している場合には、賃金改定に少なくとも物価上昇分が加味されていれば物価スライドされていることになる。一方で、賃金と連動しない基準給与の場合は、基準給与改定を別個に行わない限り、物価スライドとはならない。この分類にはポイント×単価を給与とするポイント制給与を使用している場合も含む。

図表3は経団連等の退職金調査でどのような基準給与（退職金基礎額）が使用されているか示したものであるが、8割以上が賃金改定額とは関係なく別建てとなっている。この調査は退職金という名目で調査されており、確定拠出年金に限ったものでないものの、企業型DC制度では退職金から移行するケースが多いことから、この傾向はDC制度に限っても変わらないと推察される。このケースで物価スライドをするには、基準給与をインフレ率と連動するよう調整率を乗ずる（ポイント制の場合はポイント単価を改定する）などの工夫が必要である。

(図表3) 賃金と退職金算定給与の関係

図表2 賃金改定額と退職金基礎額との関係 — 全産業 —

単位：%

| 暦年 | 賃金改定額が基礎額に繰り入れられる | | | 賃金改定額とは関係なく別建てとなっている | | | その他 |
|-------------|-------------------|------------|-------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------------|------------|
| | 全部 | 一部 | | ポイント方式 (点数×単価) | 別テーブル 方式 | その他 | |
| 2012 | 14.1 | 7.3 | 75.9 | 65.0 (85.6) | 8.6 (11.4) | 2.3 (3.0) | 2.7 |
| 2014 | 12.3 | 7.8 | 76.2 | 65.6 (86.0) | 8.2 (10.8) | 2.5 (3.2) | 3.7 |
| 2016 | 9.9 | 6.1 | 80.2 | 65.4 (81.6) | 11.0 (13.7) | 3.8 (4.7) | 3.8 |
| 2018 | 8.0 | 5.3 | 84.0 | 69.9 (83.2) | 10.6 (12.6) | 3.5 (4.2) | 2.7 |
| 2021 | 9.0 | 3.5 | 82.4 | 63.1 (76.7) | 14.5 (17.6) | 4.7 (5.7) | 5.1 |

- 注：(1) 集計企業数を100.0とした割合
(2) 小数点第2位以下四捨五入のため、合計が100.0にならない場合がある
(3) () 内は退職金が「賃金改定額とは関係なく別建てとなっている」と回答した企業数を100.0とした場合の割合
(4) 別テーブル方式とは、退職金算定のために賃金表とは別に退職金算定基礎額表を設けるものをいい、算定基礎額を賃金と分離し、別の体系やテーブルにしている方法

出所：2021年9月度 退職金・年金に関する実態調査結果（日本経済団体連合会・東京経営者協会）

以上が掛金を物価スライドしようとした場合の方法論であるが、DC制度には拠出上限が定められており、これを超過するスライドはできない。拠出上限を超過する部分の考え方については物価スライドの問題に限らず、本来退職給付として拠出したい掛金が限度額を超過する場合の対応と同じになる。通常、企業型の場合には超過部分について前払い退職金として給与とともに支払われるケースが多い。マッチング拠出や個人型DC制度においても同様の問題が生ずる。超過した分については課税関係が異なるが、本人の意思でNISAなどの他の積立て手段を利用するほかない。

4. 企業型掛金を物価スライド型にすることは可能か

企業型 DC 制度における事業主拠出掛金については、そもそも企業が物価スライドする意思があるかどうかの問題がある。では、現在物価スライドとなっていない掛金決定方法を見直すインセンティブは企業サイドにあるのであろうか。図表 3 で示されるように、退職給付は賃金改定と切り離されているケースが 8 割以上である。過去においては賃金改定と連動する退職給付制度が多くあったと記憶しているが、賃金改定により過去期間分の給付も引き上がることによる後発債務の負担が大きいことから、切り離し型が徐々に増加してきた経緯がある。

また、低インフレ・デフレ経済の継続により、この切り離し型であっても実質的価値の低下が顕著にみられなかったことにより、水準見直しが労使の争点となりにくかったと思われる。さらには、低金利下において企業年金の想定する運用利回りが大幅低下し、年金財政の悪化や企業会計上の債務の増加により、企業のコスト負担が急増することとなった。これを受け物価スライドどころか、給付の切り下げが進む時代が続いた。このような経緯の中、退職給付の水準に物価スライドを求める労使間の協議はますます後回しになっていったと考えられる。

時代は変わり、インフレおよび賃上げが好循環するとなれば、退職給付をそれと切り離しつづけることができるかどうかのポイントなる。昨今の人的資本経営において従業員エンゲージメントを重視する傾向が継続するものと考えたときに、企業が積極的に退職給付の水準のあり方を検討していくことが考えられる。前払い退職金という概念も導入されている中、掛金と給付は少なくとも労働の対価として連動することが社会的に要求されていくように考えられる。昨今の健康経営の潮流のように、多くの企業がそれを標榜し福利厚生に関する見直しをする中、それと同様に掛金の物価スライドはベーシックな機能として定着していく可能性があり、それを先駆的に取り組む企業があるとすれば意義深い。

DC 制度は、将来の掛金部分と支払い済みの積立て金部分を分離して考えることができる。企業が物価スライドに対応すべきは、今後の掛金の増額についてである。過去に支払った掛金には及ばない。インフレにより企業活動（売上高、利益など）は名目値で見ると拡大することが考えられ、掛金の見直しをしない場合は実質的にコストダウンになっている可能性すらある。

一方で積立金の部分は、従業員への掛金として清算済みであり、受取後は従業員が自ら対応をとる必要がある。企業が直接関与することはない。一般的な確定給付型でこの物価スライドを対応しようとする、過去の勤務期間分についても増額する必要が生ずる。これが確定給付型から確定拠出型に変更する際に生ずる、企業から従業員へのリスク移転である。

なお、DB 制度においてはキャッシュバランス（CB）制度のように過去部分について再評価を行う仕組みがある。これを利用し再評価がインフレ連動に適した方法がとられ、裏付けとなる年金資産の運用もこれに連動するような制度設計、たとえば運用実績連動型 CB 制度のような場合では、長期的にインフレ対応が可能な上、従業員へのリスク転嫁が抑制される特徴を有しているものもある。

5. さらなる企業の役割

では、企業はせいぜい掛金の物価スライドに対応すれば良いのか。このようなリスク移転があった場合、いや移転がないとしても、従業員が適切に資産運用できるように教育・情報提供を行うべきと考える。DC 法第 22 条では資産の運用に関する基礎的な資料の提供等を継続的に行う努力義務や、資産の運用に関する知識向上への配慮義務が謳われている。これらの教

育・情報提供は、投資の基本的な考え方を伝えるに留まるケースが多いが、インフレへの対応についてもしっかり伝えることが必要であろう。教育の観点については、DC 制度に限らず、政府が進める資産所得倍増プランにおいて、金融経済教育が強力に推し進められようとしており、その中心に職域における教育が取りざたされている。このような背景のもと、企業の投資教育等の責務は必然と高まるものと考えられる。

6. 運用収益を物価スライドするとは

では、給付を構成する要素である運用収益を物価スライドするにはどうすれば良いのか。つまり、インフレ率に応じて名目の収益率を引き上げるにはどのような運用をすれば良いのか。一般にインフレになると、タンス預金では保有資産の実質価値は低下するので、インフレ耐性のある資産、すなわちインフレ率を超える収益を発生する資産への投資が勧められる。一般的に耐性があると言われる株式や債券なら本当にインフレに対抗できるのか。元本確保型商品ではどうなのか、実際、インフレに対応するほどの利回りは発生していないが、デフレ経済においては安定して実質価値の向上に貢献したとも言える。インフレが発生した場合、元本確保型はそれを上回る収益をもたらしてくれるのであろうか。以下、これらの点を検討する。

7. 目標額の設定とインフレとの関係

DC 制度による老後資産形成において、目標額を定めることがある。もちろんなくても良いのだが、例えば退職一時金制度から DC 制度に移行した場合は、企業は移行前の退職金水準程度にはなるよう制度設計を行うことが多い。その場合キーとなるのが、掛金をどのくらいの利回りで運用できるのか仮定をおくこと、いわゆる「想定利率」の設定である。つまりその利率で運用ができれば、目標額（移行前の退職金水準）に到達するという利率だ。そして想定利率で運用できれば目標水準となるような掛金額を決めることになる。想定利率の決め方の議論は本論の目的ではないので、ここでは所与のものとする。たとえば想定利率が 1.5% とすると、本人は 1.5% の運用成果が実現できるよう運用すれば良いのであろうか。もし、移行前の退職金水準が 10,000 千円であったとすれば、図表 4 の前提 A のように掛金を年 426 千円として 1.5% の運用をすれば 20 年間で確かに 10,000 千円の運用成果が得られることになる。

(図表 4) インフレ率の見込みの違いによる掛金と残高シミュレーション

単位:千円

| 年数 | A: インフレ率の見込み0% | | B: インフレ率の見込み1.0% | | 参考: 前提Bで掛金増なし | |
|----|----------------|--------|------------------|--------|---------------|--------|
| | 掛金額 | 期末残高 | 掛金額 | 期末残高 | 掛金額 | 期末残高 |
| 1 | 426 | 432 | 426 | 437 | 426 | 440 |
| 2 | 426 | 871 | 430 | 889 | 426 | 895 |
| 3 | 426 | 1,317 | 435 | 1,357 | 426 | 1,364 |
| 4 | 426 | 1,769 | 439 | 1,841 | 426 | 1,850 |
| 5 | 426 | 2,228 | 443 | 2,342 | 426 | 2,351 |
| 6 | 426 | 2,694 | 448 | 2,860 | 426 | 2,868 |
| 7 | 426 | 3,167 | 452 | 3,395 | 426 | 3,403 |
| 8 | 426 | 3,647 | 457 | 3,949 | 426 | 3,956 |
| 9 | 426 | 4,134 | 461 | 4,521 | 426 | 4,526 |
| 10 | 426 | 4,628 | 466 | 5,113 | 426 | 5,116 |
| 11 | 426 | 5,130 | 471 | 5,724 | 426 | 5,725 |
| 12 | 426 | 5,640 | 475 | 6,355 | 426 | 6,354 |
| 13 | 426 | 6,157 | 480 | 7,007 | 426 | 7,004 |
| 14 | 426 | 6,682 | 485 | 7,680 | 426 | 7,675 |
| 15 | 426 | 7,214 | 490 | 8,376 | 426 | 8,368 |
| 16 | 426 | 7,755 | 495 | 9,093 | 426 | 9,085 |
| 17 | 426 | 8,304 | 500 | 9,834 | 426 | 9,824 |
| 18 | 426 | 8,861 | 505 | 10,599 | 426 | 10,589 |
| 19 | 426 | 9,426 | 510 | 11,388 | 426 | 11,378 |
| 20 | 426 | 10,000 | 515 | 12,202 | 426 | 12,194 |

前提A: インフレ率の見込み0%とし、一定の掛金額を毎年1.5%で運用

前提B: インフレ率の見込みを1%とし、掛金額は前年の1%増に、運用利回りを2.515%として残高を算定

参考: 掛金額を増加させずに運用利回りの引き上げ(3.3%)で20年後、約12,202千円となる

出所: 筆者作成

さて、ここから物価スライドをどう考えるかである。10,000千円はあくまで現在価値であるから、たとえば、インフレ率が毎年1%で、20年後に実質価値で10,000千円が必要と考えるならば、名目金額としては12,202千円必要となる $(10,000 \times 1.01^{20})$ 。つまり前提Aの掛金や1.5%の運用では足りないのである。まず、毎年の掛金額については物価スライドした金額が必要となる。次に、想定利率である1.5%は実質必要利回りであり、インフレ下においては名目必要利回りを考える必要がある。インフレ率の見込みが1%であれば、これを想定利率に加算して、2.5%の名目利率が必要となる(正確には掛け算となるので $1.015 \times 1.01 = 1.02515 \Rightarrow 2.515\%$)。図表4前提Bのとおり、掛金を426千円からスタートし、毎年1%ずつ増やし、20年後は515千円まで引き上げつつ、毎年2.515%のリターンをあげれば、20年後には12,202千円の残高を得られることになる。

参考までに、もし前提Bにおいて掛金の引き上げなしに運用利回りのみでインフレ対応しようとする場合、逆算すると20年間、毎年約3.3%のリターンが必要となる。

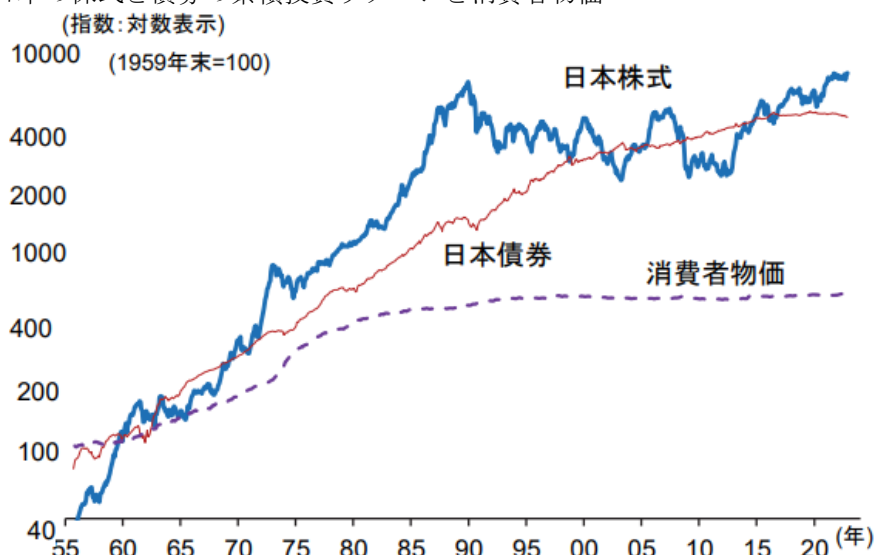
8. 現状の運用対象資産にインフレ耐性はあるか

実質の目標額とインフレが発生した場合の名目の目標額との関係をこれまで示したが、名目の目標額を獲得するにはどのような運用が必要なのか。

先ほどの例ではインフレ率1%としたが、あくまで見込みを立てただけであり、実際どうなるかはわからない。インフレ率が実際変動するたびに運用方法を変えることは難しいし、何よ

り後追いになる。そこで、現在、一般に利用されている運用対象資産が実績としてインフレ耐性があったのか確認する。まず、日本株式および債券についてだが、図表 5 のとおり、長期で見ると消費者物価を凌駕していることがわかる。

(図表 5) 日本の株式と債券の累積投資リターンと消費者物価 (注 2)

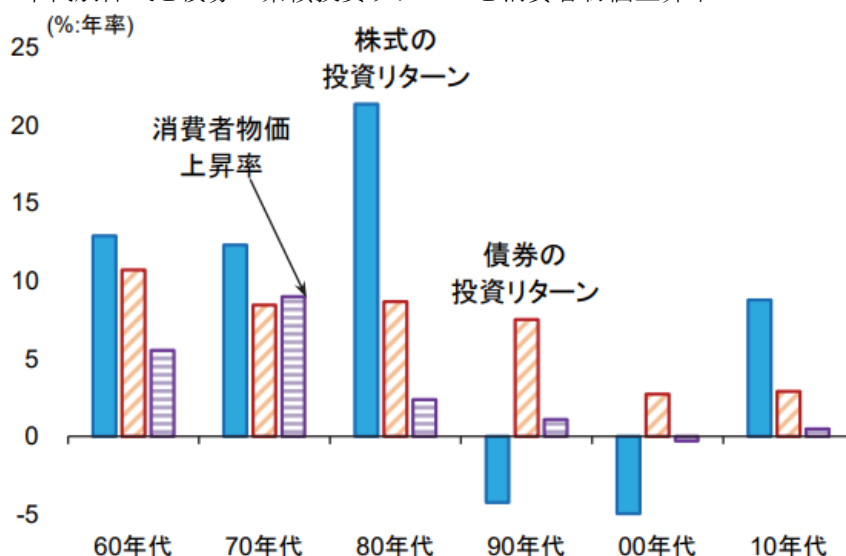


(注) 投資リターンは株式が TOPIX (配当込み)、債券が NOMURA-BPI 総合から算出 (1964 年以前は利付電々債利回りから推計)。1959 年末=100 とした累積値。

(出所) 東証、総務省、野村総合研究所の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

これを図表 6 のように 10 年単位で区切ってみると、各資産の累積収益率は各年代で必ずしも消費者物価上昇率を凌駕していない点は留意が必要である。一方で、消費者物価上昇率が株式・債券双方の累積リターンを超えることはない。すなわち分散投資をすることで、10 年単位でインフレ率を凌駕するポートフォリオの組成が考えられる。

(図表 6) 日本の年代別株式と債券の累積投資リターンと消費者物価上昇率 (注 2)

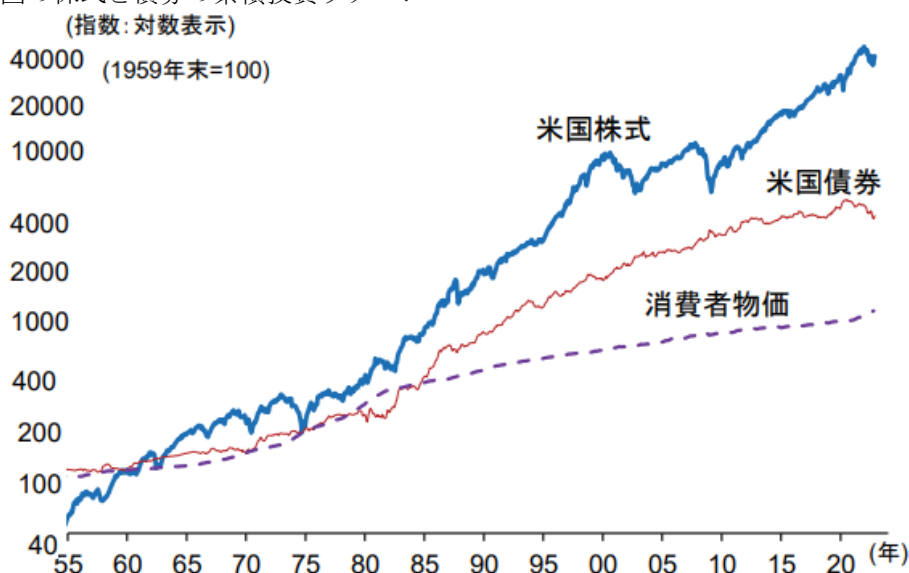


(注) 投資リターンは図表 4 と同じ。対象期間は 1960 年から 2019 年。

(出所) 東証、総務省、野村総合研究所の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に米国の株式・債券の状況を確認すると、長期で見ると債券で一時期消費者物価を下回るものの、基本的に日本と同様に消費者物価上昇率を株式・債券の累積リターンが大きく凌駕している。

(図表7) 米国の株式と債券の累積投資リターン (注2)



(注) 投資リターンは株式が S&P500(配当込み)、債券が財務省証券(10年)利回りから推計。1959年末=100とした累積値。

(出所) 米国労働省、FRB、S&P社の資料より三菱UFJ信託銀行作成

これらの実績データから、株式や債券はインフレ耐性がそれなりあると確認できる。これを理論的に整理する考え方を以下に紹介する。

9. ビルディングブロック方式で考える

ここで投資理論の基本に立ち返ってみると、投資対象の各資産の期待収益率は以下のように分解できる。これはビルディングブロック方式と呼ばれる方法である。

$$\text{各資産の期待収益率} = \text{無リスクレート} + \text{各資産のリスクプレミアム}$$

無リスクレートは、価格変動のない無リスクの短期金利である。これをベースに株式であれば株式リスクプレミアムが、長期債であれば金利変動リスク+信用リスクなどのリスクプレミアムを加算することで、期待収益率が算定できる。加算されるプレミアムについては過去データの実績などから予測することになる。

ここで、無リスクレートに着目すると、投資家は無リスクの運用であっても、実質価値を維持できる以上のリターンを要求すると考えられること、また中央銀行は物価と経済成長を考慮して政策金利を決めていることなどから、無リスクレートには期待インフレ率が内包されていると考えることが妥当であろう。そうすると、無リスクレートは期待インフレ率と期待実質金利に分解することができ、期待収益率は以下のように式が展開できる。

無リスクレート = 期待インフレ率 + 期待実質金利

各資産の期待収益率 = 期待インフレ率 + 期待実質金利 + 各資産のリスクプレミアム

各資産の期待収益率 = 期待インフレ率 + 期待実質収益率

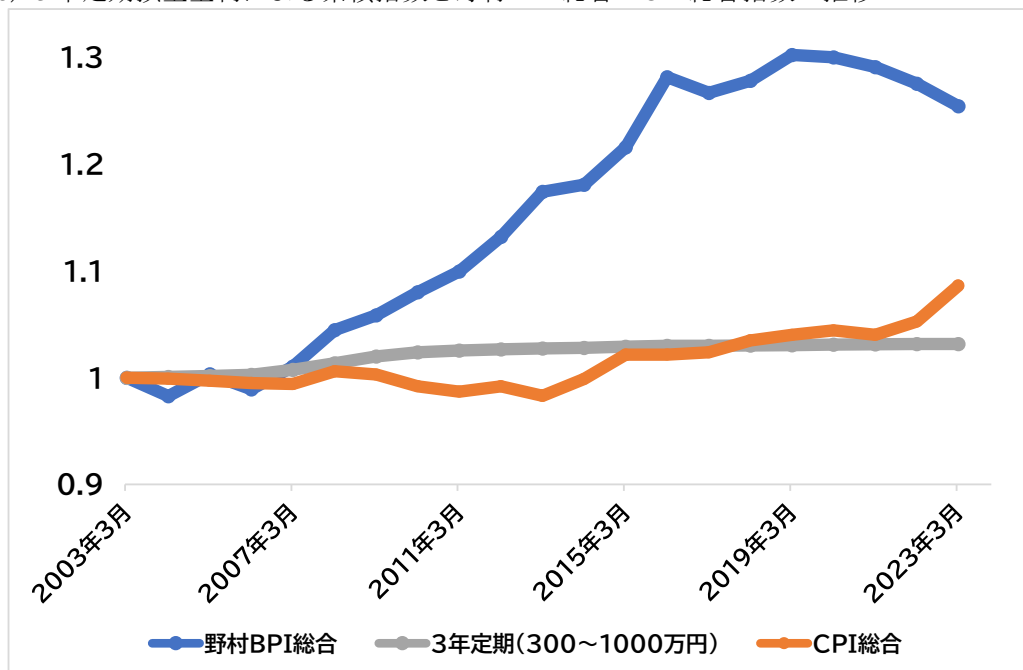
以上のように、ビルディングブロック方式によれば株式や債券などの資産クラスの期待収益率は期待インフレ率と期待実質収益率に分解して考えることができる。この期待実質収益率を用いて、想定利率もしくは目標とする収益率が実現可能な運用ポートフォリオを設定すれば良いことになる。そうすれば、名目の期待収益率は期待実質収益率に期待インフレ率が上乗せされた率となり、各資産のリスクプレミアムが変動しなければ、インフレ率に応じて収益率が増減することになり、物価スライドに対応したことになる。

ただし期待収益率は字のごとく期待値であり、実際にはインフレ率が上昇すれば瞬時に名目上の収益率が上昇するわけではない。たとえば、短期的にはインフレ率の上昇による業績悪化懸念などで株価が下落したり、インフレ率の上昇による金利上昇により債券価格が下落したりする。これに対して長期的な視点に立つと、インフレを克服した企業が名目上の売り上げ・利益を伸ばし株価をあげたり、債券は高いクーポン（金利）のついたものが発行されるという形でインフレ分がカバーされるようになると考えられる。つまり長期的にみればインフレはカバーされるはずということになる。このように期待インフレ率がビルトインされていると考えられる資産クラスに長期投資を行うことが、インフレ対応となるのである。

では、元本確保型の商品はどうであろうか。これらの商品もある程度インフレ率に連動することになる。インフレにより債券金利が上がれば、預金の金利もある程度上昇する。しかし、銀行等が元本確保のために一定の留保を行うなど、マイナスのプレミアムが発生する場合も考えられ、インフレ率をすべてカバーできるかわからない。図表 8 では 3 年定期預金金利で作成した指数と CPI 総合指数を比較したが、20 年間では CPI 総合指数が上回っている。株式などとの組み合わせとして利用は考えられるが、物価スライドという観点において預金等 100% では、効果が小さいと考えられる。

以上の考え方は年金受給時の資産運用についてもあてはまる。ただし、受給時は資産取り崩しをしながらの運用であり、その期間も限りがあることから、積立時と同じポートフォリオで対応が可能かどうかは考慮が必要であろう。取崩し期においては長寿リスクについての検討があわせて必要であり、これらの検討については別稿にて行う。

(図表 8) 3 年定期預金金利による累積指数と野村 BPI 総合・CPI 総合指数の推移



出所：リフィニティブのデータより筆者作成

10. 長期・積立・分散投資の実践

まとめると、短期的な視点でインフレ対策となるような投資手法は DC 制度では実現は難しく、あくまで長期的な視点でインフレに打ち勝つととらえる必要がある。そして長期投資においては実質価値の維持（インフレ対策）にとどまらず、前述の想定利率の実現など実質価値を増加させることが重要であることから、リスク資産を取り入れることが必要となる。

各投資対象資産の名目期待収益にはインフレ率の期待値が織り込まれていると整理できたゆえ、まずは目標とする収益率実現のために期待実質収益率を利用して運用ポートフォリオを組成する。そうすれば名目上の期待収益率は期待インフレ率を加えたものとなり、長期的視点でのインフレ対応の運用が実現する。このポートフォリオを用いて、一般に確定拠出年金制度で推奨される、長期・積立・分散の基本原則による運用を行うことがその対策となっていると考えられる。

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：令和 5 年度 年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）

https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je23/index_pdf.html

注 2：図表 5~7 は三菱 UFJ 信託資産運用情報 2023 年 1 月号「インフレ経済と株式投資」に掲載のもの

https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u202301_1.pdf

企業側からみた建設的な株主エンゲージメントとは

MUFG ファースト・センティア サステナブル投資研究所
(同研究所が発行したレポートを弊社が転載)

弊社と First Sentier Investors は、サステナブル投資へのコミットメントを対外的に広く周知する取り組みの一つとして、2021 年に「MUFG ファースト・センティア サステナブル投資研究所」を設立しました。本研究所は、サステナブル投資の普及と世界の資本市場の発展、ESG 課題の解決を推進し、持続可能でより良い世界の創造に貢献することを目的とし、中立的かつ実践的な情報をご提供していきます。

本記事では株主が建設的なエンゲージメントを行うための提言と、提言にいたるまでに実施した調査結果について解説します。

なお、本記事の内容は、本研究所のホームページ（以下のリンク）にて、更に詳しく記載しているレポートからもご覧いただくことができます。

研究所ホームページ（日本語）：<https://www.mufg-firstsentier-sustainability.jp/>

研究所ホームページ（英語）：<https://www.firstsentier-mufg-sustainability.com/>

1. 要旨

株主は、資本を提供するだけでなく、企業の行動を監視し、精査し、影響を与えるという重要なサポートを担っている。エンゲージメントがうまく機能すると、投資家の幅広い視点によって、企業の経営陣が検討していなかった課題や提案がもたらされるかもしれない。しかし、エンゲージメントには経営陣による解決への時間的なコミットメントも必要であり、彼らが他の業務に割り当てられる時間がその分、制限される点にも株主は留意する必要がある。

本報告書は、株主が行った最も効果的なエンゲージメントの手法および行動の特性を明らかにすることを目的としている。言い換えれば、企業の行動、戦略、方針を変えるきっかけとなる行動である。企業は、従業員、顧客、サプライヤー、規制当局、同業他社など、さまざまなステークホルダーと頻繁に関わっているが、本報告書の焦点は株主に置かれている。我々は、この調査結果に基づき、株主がエンゲージメントの有効性を向上させるために考慮すべき行動を提言する。

株主のエンゲージメントが企業の行動につながる可能性を高めるための 9 つの提言

1. 企業との信頼関係と相互理解を築く
2. エンゲージメントの目的と成功の基準を最初に議論する
3. 企業にとっての付加価値と、その戦略との結びつきを示す
4. 可能な場合は、他の株主と協働する
5. 直接、プライベート、そして対面でのエンゲージメントを行う
6. 対立的なエンゲージメントは、使うときも賢明に行う
7. 議決権行使助言会社の推奨に自動的に従うのではなく、アドバイスとして受け止める
8. 有能で経験豊富な人材に、企業のエンゲージメントを率いてもらう
9. 企業の優先事項とリソースを考慮する

2. はじめに

世界中でスチュワードシップ・コードが導入され、最終的な受益者からの期待が高まった結果、投資家がスチュワードシップに関する権利と義務をどのように行使し、そのような活動がどのような成果に結びついたかを証明する必要性が高まっている。特に、戦略、オペレーション、ガバナンス、情報開示のいずれにおいても、投資先企業に影響を及ぼし成果をもたらすという観点で、投資家によるエンゲージメントの役割にますます重点が置かれるようになっている。

投資家のエンゲージメントが、企業の株価、財務状況、環境・社会的目標といった面でどの程度の成果をもたらすかについては、様々な研究が存在する。しかし、企業が行動を起こすきっかけとなるエンゲージメントの具体的な特徴を明らかにする研究はほとんど行われていない。

私たちは、株主エンゲージメントとは、株主または株主グループが、株式を保有する企業とコミュニケーションをとり、意見を伝え、説明責任を果たすプロセスと定義している。株主エンゲージメントは通常、株主が企業の取締役会に対し、戦略の変更や方針の採択など、特定の行動を取るよう求めるもので、通常、ロードショーや標準的な株主総会での決議といった通常の事業プロセスの外で行われる。

3. エンゲージメントの最近の動向

(1). エンゲージメントの数

近年、企業と株主との間で行われる年間のエンゲージメントの数は増加している。2022年のPwCコーポレート・ディレクターによる調査では、約60%の会社が過去12ヶ月間に株主とのエンゲージメントを行っており、2017年の42%から増加している。この経年的な増加は、Tonello and Gatti (2019)によって裏付けられており、指標や売上の規模を問わず、大半の企業がエンゲージメントの頻度が「やや増加」したと報告している。

企業規模が大きくなればなるほど、株主とのエンゲージメントは多くなる。年間売上高が10億ドル未満の企業は、前年に平均60件のエンゲージメントに直面した。これに対し、年間の収益が10億ドルを超える企業は平均75件であった(PwC調査、Q3)。これらの結果は、他の調査結果と一致している。例えば、Gatti and Tonello (2019)によると、過去12ヶ月間に株主とのエンゲージメントを行っていないと回答した会社は、大企業ではわずか10%であったのに対し、中小企業では42%であった。

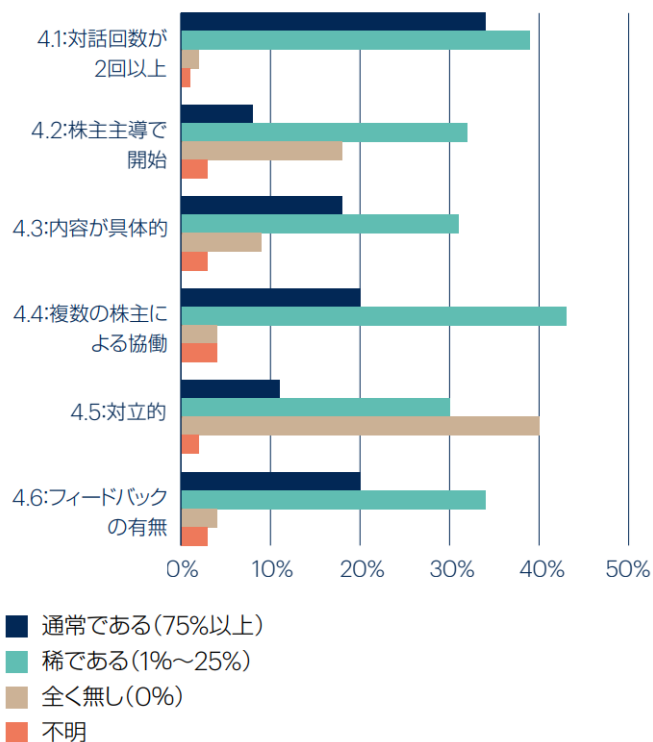
エンゲージメントの回数は企業が属する業種によって異なる。過去12ヶ月の平均エンゲージメント数が最も多かった業種は、エネルギー(115)、コミュニケーション(90)、IT(89)であった。最も少なかった業種は、インダストリアル(27)、生活必需品(42)、ヘルスケア(54)(PwC調査、第3四半期)であった。

(2). エンゲージメントの性質

- ・対話の増加：2回以上の対話が通常である企業は34%である一方、稀である企業は39%
- ・企業による主導：株主がエンゲージメントを主導しているケースは少ない
- ・エンゲージメント内容が具体的かどうか：具体的なエンゲージメントの割合は少ない
- ・複数の株主による関与：複数の株主とのコミュニケーションは半数弱の企業では稀
- ・対立的なエンゲージメントは稀：対立的なエンゲージメントはほとんど見られない

- ・フィードバック有無：常にフィードバックが共有されている企業は 20%程度に留まる

質問4:過去12カ月の株主とのエンゲージメントのうち、これらの特性を持っているのはどの程度ですか。(合計=100%)



これらの調査結果は、エンゲージメントの性質に関して、企業間でいくつかの明確な傾向があることを示している。

(3) エンゲージメントのトピック

ESG 関連のトピックへの注目度が高まっている。Gatti, Strampelli and Tonello (2023) は、現在多くの企業で最も頻繁に取り上げられているテーマは、気候変動や温室効果ガスの排出、取締役会の多様性、役員報酬であると強調している。具体的な個々の企業の方針についての対話ではなく、現在では、全ての会社に関連する標準的な問題についてのやり取りが多くなっている。

調査対象企業の過去 12 ヶ月間のエンゲージメントの中で、エンゲージメントが明確な目的と成果を通常持つと回答した企業は 38%であった (PwC サーベイ、Q12.1)。また、半数の企業が、実質的でない要求が含まれる提案は稀であると回答したが (PwC 調査、Q12.2)、エンゲージメントに実質的な要求が通常含まれると回答した企業は 18% であった (PwC 調査、Q12.3)。こうした実質的な要求は、企業の戦略の大幅な変更、企業による環境への負荷の改善、設備投資の大幅な変更などが含まれていた。実質的な要求を受けた会社の大半 (65%) は、それらに対してほとんど、あるいは、全く行動を起こさなかった (PwC 調査、Q12.4)

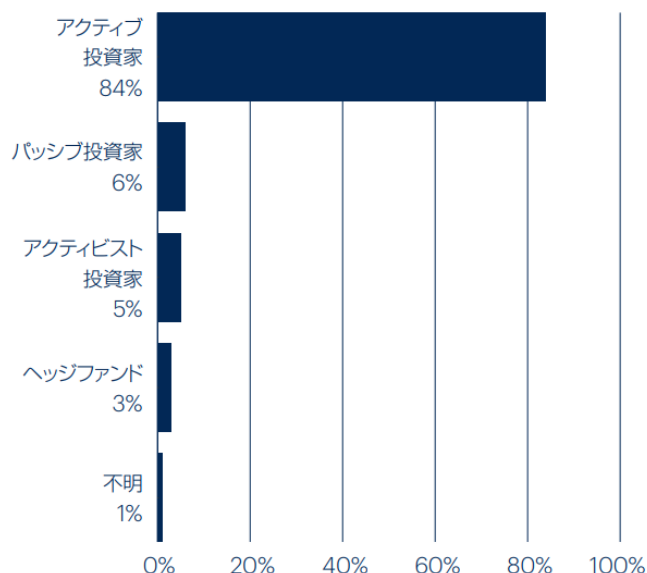
(4) 参加者

企業がエンゲージメントを開始するとき、誰が主導するかに関する明確な基準はない。最も一般的な人物は、マネジング・ダイレクターまたは最高経営責任者（43%）、IR 統括責任者（28%）、次いで CFO（19%、PwC 調査、Q5）である。

(5) 優先順位とエスカレーション

会社は大口投資家やアクティブファンドの投資家を優先する傾向がある。インタビュー結果から、企業はより大口の株主の関心事を優先することが分かる。次に重要なのは、株主と企業との関係である。企業は、パッシブ投資の株主よりもアクティブ投資の株主の関心事を非常に重視する。アクティビスト投資家やヘッジファンドはあまり重視されない。

PwC Survey, Q6: 投資家の規模に加えて、他にどのような点が優先付けに影響を与えますか? 1つ選択してください。
回答者が選択した割合



Source: PwC survey results

株主から要求を受けた際の社内のエスカレーション・プロセスは、企業によって大きく異なる。調査対象企業の半数以上（55%）が、社内エスカレーションのプロセスや基準について知らない、またはよくわからないと回答している（PwC 調査、問 13）。

(6) 株主の結束

株主エンゲージメントには以下の3つの注目すべき傾向がある。

1. 株主エンゲージメントそのものの拡大と、より包括的なテーマに向かうという長期的かつ大規模なトレンド
2. 株主間の結束力が小幅ながら近年高まっていること
3. 同じ株主・投資家内の異なる当事者間（例えば、異なるファンド間、またはポートフォリオ・マネジャーとガバナンスや ESG の専門機能との間）の結束力が、短期的にはわずかに減少していること

海外を含む株主層の多様化が長期的に進行し、個々の株主が投資先の企業に関する情報を十分に獲得することが難しくなっている。より多くの情報に基づいたエンゲージメントを行う代わりに、株主は一般的なテーマにより頻繁にエンゲージするようになる。

また、株主の結束が短期的に高まっている。3分の1（33%）の企業は、過去3～5年の間に、様々な株主からのエンゲージメントの話題が収束、より一貫性が見られるようになったと感じている。

短期的な株主の結束力の高まりは、特定のエンゲージメントのトピックに対する関心が拡大していることも一因である。エンゲージメント向上のための主な原動力は、企業業績の改善である。一部のトピックは、全株主ではないにせよ、ほとんどの株主にとって共通の関心事として再浮上している。

同一株主内の異なるチーム間の結束力が短期的に小幅に低下している。企業の4分の1（24%）が、過去12ヶ月間に同一株主内の異なる担当者から相反する要求を受けたケースが純増したと回答している。（PwC調査、問11）。例えば、ある企業は「複数のファンドを保有する筆頭株主がそれぞれ協調せず、異なる投票を行う」と回答している。

(7) エンゲージメントの結果

企業は、実質的な行動を求める株主からの要求と、実質的な依頼を含んでいるだけの要求とを区別している。半数（56%）の企業が、過去5年間に、実質的な行動を必要とする株主エンゲージメントを経験したことがあると回答した。このような場合、企業は73%のケースで行動を起こしている（PwC Survey、Q14）。反対に、82%の企業は、過去12ヶ月間に、実質的な依頼を含む株主とのエンゲージメントを少なくとも1回経験したことがあると回答した（PwC調査、Q12.3）。このうち、70%の企業が、少なくとも1つの実質的な依頼に応じて行動を起こしている（PwC調査、Q12.4）。

株主エンゲージメントが概して非生産的であり、基本的な利益がほとんどないと考えている企業は非常に少ない（3%）。半数の企業（50%）が、エンゲージメントによって株主への理解が深まると考えており、46%はエンゲージメントが経営陣と取締役会の時間を生産的に活用し、会社の成果向上につながると考えている（PwC調査、Q22）。

4. エンゲージメントの成功とは

多くの人々が、定性的または定量的な指標を用いて成功を定義することは困難であることを認めている。エンゲージメントの成功をどのように定義するかについて、普遍的な合意は存在しないということなのであろう。以下3点が主な基準として学術界では指摘されている。

1. 一部の企業や株主は、企業業績への影響という観点から成功を定義している（Dimson, Karakas and Li, 2015）。指標としては、企業の株価、売り上げ、利益、顧客基盤などが挙げられる。
2. 選択した基準に従って成功を測定することができる。これらは、エンゲージメント・プロセスによって個別に設定される場合もあれば、すべてのエンゲージメントで標準化されることもある（Gatti, Strampelli and Tonello, 2023）。こうした基準の例としては、多様性目標を達成すること、ESG方針を実施すること、特定の商業的な目標を達成することなどが挙げられる。
3. 成功は、エンゲージメント・プロセスの最中と終了後に、企業と株主がどれだけ満足したかによって測ることもできる（Burgess and Gowers, 2022）。

1つの基準のみを使用したり、2つ以上の基準を活用して、重要性に基づき重み付けを変える場合もあるだろう。

(1). エンゲージメントに対する株主の反応

多くの企業は、エンゲージメントの成功を、例えばエンゲージメントの最中や終了後にいかに企業側と株主側の双方が良く対応したかによって評価している。共通の理解（「議題と戦略計画の理解」）と相互の合意（「投資家が提案された変更/計画に同意」）があったかどうかを成功の尺度とする場合や、対立が解消され、懸念事項が解決されたかどうかに応じて成功を測定する企業もある。

(2). 標準化された、または個々の測定基準

エンゲージメント後に実施された成果を測定することで、成功度を判断している企業もある。当初から個別に合意された測定基準を用いることは非常に稀であり、多くの場合は全てのエンゲージメントで使用できる標準化された測定基準を使用している。これらの指標の例としては、外部監査および株主の投資レベル（PwC 調査、Q20b）が挙げられる。

(3). 企業業績

エンゲージメントの成功の主な基準として企業業績を用いる企業はごく少数である。ここでの主な指標は、企業の株価である。企業の業績を主な指標とすることも出来る。

企業に圧力をかける対立的エンゲージメントは、株主が望むすべてを達成するかもしれない。しかし、企業はそのエンゲージメントを破壊的であり、望ましいものではなく、短期的な視点であると見なすかもしれない。たとえその活動が企業にとって価値を生むものであったとしても、対立的なエンゲージメントが正当化されるかどうかについては、依然として意見が分かれることがある。

5. 企業側の行動に対する引き金となるものは何か

ほとんどの企業は、自社を理解し、挑戦的だが建設的なフィードバックを提供してくれる長期的な株主には、心から感謝していると回答している。とはいえ、企業によっては、株主とのエンゲージメントを無意味で対立的なものだと考えているところもある。当社の調査によると、企業が行動を起こす可能性に影響を与える主な要因は、主に以下5つである。

1. 行動を起こした場合の費用対効果
2. どのようにエンゲージメントがなされたか
3. 株主間のコンセンサスの度合い
4. エンゲージメントを行う担当・チームのクオリティ
5. 行動しなかった場合のコスト

(1). 行動を起こした場合の費用対効果

株主提案は、通常、企業の戦略目標に直接関連するものと、企業文化や社会的・環境的な義務、ガバナンスなどに関連するものの2つのグループに分けることができる。

企業が行動を起こす理由の73%は、その行動が企業にとって正味の利益をもたらすと取締役会が納得できたからである（PwC 調査、Q15）。取締役会は、営利・非営利を問わず、企業にとって明確で相応の利益をもたらす提案を、より好意的に受け止めている。

企業にとって、事業、戦略、組織構造の観点からみて、行動を起こすことが企業の価値にとってマイナスであると認識すればするほど、行動する可能性は低くなる。たとえ株主の提案が会社に大きな利益をもたらす可能性があったとしても、取締役会は本質的にリスク回避的であり、リソースにも制約がある。広範な、あるいは「組織的」な変化を目標とするエンゲージメントは、小規模なものとは比べて、変化をもたらす可能性が 16%低い (Barko, Cremers & Renneboog, 2022)。

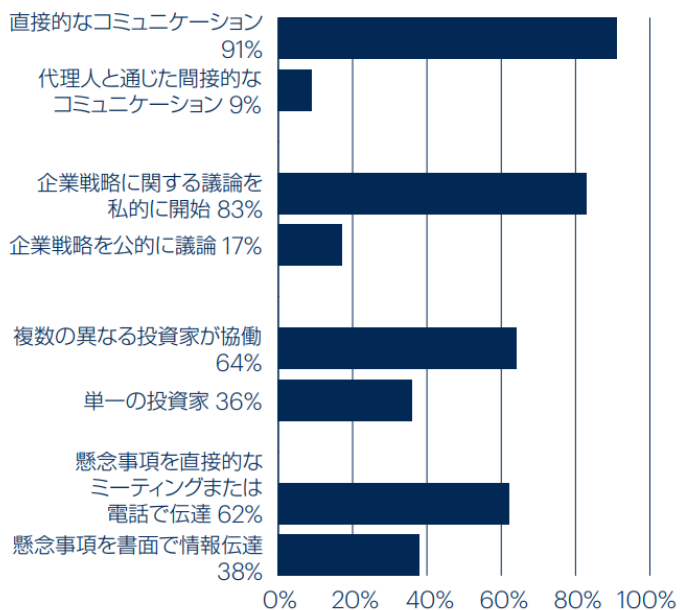
規模が小さく、焦点が絞られた変化に焦点を当てたエンゲージメントの方が、企業側の行動につながりやすい (Barko, Cremers and Renneboog, 2022)。しかし、意味のある成果を生み出す必要があるため、バランスを考慮しなければならない。企業は、ごくわずかな利益しかないと思われるエンゲージメントに対して行動を起こす可能性が低くなる。したがって、株主は、企業にとって受け入れ可能な規模でありながら、十分な価値を生み出すエンゲージメントについて、優先的に提案する必要がある。

企業はまた、明確で、営利的ではない便益をもたらすエンゲージメントにも行動を起こす。一般的に、企業はガバナンスの問題に取り組む可能性が最も高く、次いで取り組むのは社会的な課題である。しかし、成功の可能性はサブテーマによっても異なる。最も行動につながりやすいトピックは、公衆衛生、労働基準、気候変動報告基準、コーポレート・ガバナンスに関するものである (Barko, Cremers and Renneboog, 2022)。

(2) どのようにエンゲージメントがなされたか

企業の 3 分の 2 (64%) が協働エンゲージメントを好んでおり (PwC 調査、Q24.3)、単独よりも成功率が高い。

PwC調査、Q24: 次のうち、どのエンゲージメント手法を好みますか? 選択した回答企業の割合



Source: PwC survey results

中小企業よりも大企業 (年商 10 億ドル以上) の方が協働エンゲージメントを選好する (74%対 54%、PwC 調査 Q24.3)。これは、株主が分散しているため、株主が会社の所有権の大部分を占めるように協働する必要があるためとも考えられる。

また、企業は、株主とのエンゲージメントを、公の場ではなく、プライベートに行うことを強く望んでいる（PwC 調査 Q24.2）。中小企業では、面談や電話、書面などの実施方式に対する好みの違いは見られないが、大企業は書面ではなく、口頭によるエンゲージメントを明確に選好している（大企業の 72%）（PwC 調査 Q24.4）。

直接的なコミュニケーションを伴うエンゲージメントは、議決権行使助言会社を介するエンゲージメントと同様に、企業が行動を起こす可能性がある（51%）（PwC サーベイ、問 18）。しかし、企業の 91%は、代理人を介した間接的なものよりも直接的なコミュニケーションを望んでいる（PwC サーベイ、問 24.1）。

(3) 株主間のコンセンサスの度合い

企業側にも株主を喜ばせたい動機があり、エンゲージメント後に行動を起こすケースの半数は、そうすることで株主に大きな利益がもたらされる一方、企業にとってはコストや利益が限定的だからである（PwC 調査、Q15）。株主間の意見が一致している程、企業が提案を採用するインセンティブは高まる。

(4) エンゲージメントを行う担当・チームのクオリティ

企業と積極的に関わる株主は、企業とその将来の成功にコミットしていることを示す必要がある。双方が互いのことをよく知れば知るほど、お互いが共通の利益のために働いているという自信を深められるからである。

さらに、株主が企業をよく知れば知るほど、企業の戦略やビジョン、事業を展開する市場について、より多くの情報を得ることができる

(5) 行動しなかった場合のコスト

株主は、企業に圧力をかける手段として、エンゲージメントを選択することができる。エンゲージメントに対応するために企業が実際に行動を起こすことを促す最も大きい 10 大リスク要因（企業への調査及びアンケートでの質問結果）のうち、7つは株主が取る可能性のあるネガティブな行動に関するものである。その中には、株主提案が通過することや企業の ESG 格付けの引き下げ（32%の企業にとっての脅威）、公なメディアなどでの企業批判（30%）、株式の売却（28%）、年次総会での取締役再選に対する反対票（19%、PwC サーベイ、Q20a）などが含まれる。これらはすべて、株主が企業に圧力をかけるために活用できる脅威である。他にも、メディアによる否定的な報道や消費者からの圧力（38%の企業にとって脅威）、株主価値を高める機会を逃すこと（34%）、従業員からの否定的な反応（30%、PwC 調査、問 20a）などが挙げられる。

6. エンゲージメントの失敗要因は

エンゲージメントを実施するに際して、株主が避けるべき行動やアプローチがある。これらは株主側が、提案がもたらすインパクトや、企業そのもの、または企業がどのようにエンゲージされたいかといったことについての知識不足、または思いが至らないことに関連している。エンゲージメントが成功しない主な要因は以下の通り 4 点ある。

1. 提案された価値の増加が十分説得的でないこと
2. 株主の知識や理解の不足
3. 企業のリソース不足

4. 対立的なエンゲージメント・プロセス

(1). 提案された価値の増加が十分説得的でないこと

半数以上（53%）の企業が（意味のあるエンゲージメントに対しても）行動を起こさなかったのは、それに伴うコストが利益を上回ったためであった。また、提案されたアクションが企業の目的や戦略と整合していなかったか、関連性があっても低かった（47%）からである（PwC 調査、Q16）。

(2). 株主の知識や理解の不足

企業は、行動に結びつかなかったエンゲージメントのうち、68%が問題に関する知識が不足していたと回答している（PwC 調査、Q19）。

70%の企業が、そもそもエンゲージメントを開始する前に、株主に会社の財務状況についてより詳しい情報を入手すべきだと回答している。

一部の株主が自社を正しく理解していない理由としては、従来ほど株主が企業とのエンゲージメントに多くのリソースを振り向けていないことが挙げられる。「株主は、企業について十分な情報を得るためのリソースが不足している」（企業幹部インタビュー）。歴史的に、株主は主要企業と密接な関係を持つシニアスタッフを抱えていた（「エンゲージメントのガバナンスを担っていたのは、元投資家やファンド・マネージャーだった」（企業幹部インタビュー））。このような関係は、信頼を醸成するだけでなく、企業に対する比類ない洞察を株主に与えるため、株主は十分な情報を得た上で企業に関与することができる。

(3). 企業のリソース不足

10 件のうち 4 件（40%）で、意味のあるエンゲージメントが行動に結びつかなかったのは、必要なリソースが企業側に不足していたためである（PwC 調査、Q16）。これは、企業が行動を起こすための十分な時間、専門知識、資金を持っていなかったことが原因であった可能性がある。

(4). 対立的なエンゲージメント・プロセス

企業からの回答によると、行動に結びつかなかったエンゲージメントのうち、28%は株主が過度に対立的であったり、否定的な行動を起こすと脅したりするものであった（PwC 調査、Q19）。株主が活用できる潜在的な最大の脅威は、株主提案の提出、会社の ESG 格付けの引き下げ、公のメディアなどでの会社批判、会社の株式売却である（PwC 調査、Q20a）。対立的なエンゲージメントにつながる要因は、以下の通り主に 4 つある。

第 1 に、企業の取締役会は短期的な目標を達成することを望み、長期的な価値創造に必要なリスクを取らない可能性がある。その結果、企業は、長期的な価値を創出するが、短期的なコストがかかる株主エンゲージメントを拒む傾向にあるかもしれない（McKinsey, 2017）。

第 2 に、株主間で見解が異なる可能性がある。持ち株比率が低い株主は、長期的にはコストがかかるが、短期的には株価が上昇するかもしれない提案への関与を望むかもしれない。このような場合、規模の異なる株主が会社に対して異なる行動を求めるという対立的なエンゲージメント・プロセスが生じる可能性がある（Shah, 2014）。

第3に、株主は対立的なエンゲージメントを行うための独自の動機を持っているかもしれない。例えば、株主によっては、公のメディアで、かつ書面でのエンゲージメントを好む可能性がある。企業とのエンゲージメントを実際に実施していることを証明する必要があるケースでは、対面やプライベートでエンゲージメントは以前ほど魅力的ではなくなっているのかもしれない。

第4に、株主と企業の経営陣の意見の相違のもう1つの原因は、株主による議決権行使助言会社の利用によりもたらされるものである。パッシブ投資の株主が、議決権行使助言会社が本来よりも大きな影響力を行使できるようにしていると考えている企業もある。企業の取締役の70%以上が、議決権行使助言会社は本来あるべき水準以上の影響力を行使していると考えている（Edmans、Gosling、Jenter、2022）。議決権行使助言会社の助言や推奨を精査せず、常に薦められるとおりに投票する株主は、エンゲージメントの条件を設定する権限のコントロールを放棄しているとも言える。

7. 調査結果、アプローチ方法について

調査結果、アプローチ方法、情報元などについては、MUFG ファースト・センチア サステナブル投資研究所のホームページに掲載されている「Constructive corporate engagements From a corporate perspective」（英語版）をご参照ください。

- ・ MUFG ファースト・センチア サステナブル投資研究所のホームページ（日本語版）
<https://www.mufg-firstsentier-sustainability.jp/>
- ・ MUFG ファースト・センチア サステナブル投資研究所のホームページ（英語版）
<https://www.firstsentier-mufg-sustainability.com/>

MUFG ファースト・センチア サステナブル投資研究所は、弊社およびその傘下にあるファースト・センチア・インベスターズグループが共同してサステナブル投資に関する調査・研究・レポート作成などの業務を対外的に行う際の呼称です。本記事は MUFG ファースト・センチア サステナブル投資研究所が発行した資料を弊社が転載したものです。

本記事は、MUFG ファースト・センチアサステナブル研究所の活動の一環としてファースト・センチア・インベスターズグループが発行した「Constructive corporate engagements From a corporate perspective」（英語版）を元に、弊社が日本語訳し、要約したものです。内容に忠実に日本語訳および要約をしておりますが、万が一これら両言語の内容に相違があった場合には、英語版が正となることを予めご了承ください。

本記事は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社およびファースト・センチア・インベスターズグループが特定の有価証券・取引や運用商品を推奨または勧誘するものではありません。

本記事に記載されているデータ、意見などは本記事作成時点で信頼できるとされる情報に基づき作成したものです。弊社およびファースト・センチア・インベスターズグループは、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見などを使用した結果についてもなんら保証するものではありません。また、本記事に関連して生じた一切の損害について、弊社およびファースト・センチア・インベスターズグループは責任を負うものではありません。

本記事に記載されている情報および見解は著者のものであり、必ずしも弊社およびファースト・センチア・インベスターズグループのものではありません。

本記事の著作権その他の知的財産権は弊社および First Sentier Investors (Australia) Services Pty Limited 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。

本記事に記載している見解などは本記事作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制など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ので、予めご了承ください。

労働分配率が過去最低？

11月6日付の朝日新聞に、財務省が9月に公表した法人企業統計のデータに基づいた分析記事が掲載されていた。記事では、金融・保険業を除く全産業ベースの2022年度の労働分配率が53.7%と前年度比1ポイント低下し、過去50年間の平均（58.8%）を下回り、特に資本金10億円以上の大企業は過去50年の平均（44.4%）を大きく下回る、しかも過去最低の36.6%だったと紹介している。

筆者も、在職中はこの統計データを分析し、バブル崩壊以降はコスト削減のために人件費を抑制する傾向にあることの証左として示していた。ただ、50年もの長期にわたる分析はしていなかったため、50年間で最低水準であることには改めて衝撃を感じた。と同時に、長期間にわたる数値には、この間の構造変化による数値の変化が必ずしも反映されていない可能性があるのではないかと疑問を持ったことも事実である。その構造変化とは、非正規社員（派遣社員）の増加である。

派遣社員の労働に対して派遣会社に支払う対価は外注費や委託費あるいは物件費として会計処理される。派遣会社への支払額が外注費等として計上されていれば、その金額は人件費に含まれないため、結果的に人件費＋支払利息＋動産・不動産賃借料＋租税公課＋営業純益で算出される付加価値にも含まれないことになる。なお、物件費として計上することについては、派遣労働者の労働を“モノ”として扱うのは適切ではないという視点から、2015年に厚生労働大臣から「労働者派遣に対する対価の会計処理及び表示に関する要請書」が出され、派遣労働者への支払いを独立して掲記する場合には適切な表示（例えば人材派遣費）を使うように要請されている。

実際、法人企業統計の記入要領をみると派遣社員への支払いは人件費に含めないとしてある。もちろん、法人企業統計には人材派遣会社のデータも含むはずだが、人材派遣会社が派遣社員に支払う対価は原価であり、人件費ではない。したがって、法人企業統計の人件費及び付加価値には派遣社員に支払われた給与は反映されていないと考えるのが妥当である。派遣社員への対価が分母・分子から差し引かれていれば、その影響で労働分配率は低下する。現状の労働分配率が過去最低か否かはもう少し精査する必要があるかもしれない。

水準はともかく、現状の労働分配率の水準が低いことに疑いの余地はないだろう。しかし、労働分配率を引き上げることで企業が目的ではない。企業が生み出す付加価値が増加し、その適切な配分結果として賃金が上昇することが目指すべきゴールであるはずだ。企業がこれまで行ってきたスリム化、あるいは政府が行ってきた超低金利政策や法人税引き下げといった企業支援は、少なくとも付加価値の残余である利益を拡大させる効果はあった。一方で、付加価値を生み出す力が十分でなくても利益を確保できることが、企業の抜本的な変革を遅らせてしまったという面がなかったとは言い切れない。そろそろ発想の転換も必要ではないだろうか。

2023年11月13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