

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report
2022 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1》 社会保障審議会が再開～「第1回年金部会」及び 「第19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
《企業年金・個人年金改革 その26》 DC 拠出限度額改正(2024年12月)以降のDB・DCの設計 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 西部 浩之	9
《パーパス経営的人事考 その5》 人的資本経営への「戸惑い」を脱する 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	15
《年金運用マネジメント》 ブームの踊り場にきた ESG 投資① 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	22
《時事のつぶやき》 円安 アナリスト 久野 正徳	29

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>

社会保障審議会が再開～「第 1 回年金部会」及び「第 19 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

2025 年の次期年金改革に向けて、「社会保障審議会年金部会」が本年 10 月に 2 年 10 カ月ぶりに再開されました。財政検証を行うための経済前提等を設定するための「年金財政における経済前提に関する専門委員会」が設置され、2024 年の公的年金財政検証に向けての議論も開始されます。

更に、本年末に政府がまとめる「資産所得倍増プラン」に、iDeCo の加入可能年齢拡大を盛り込むべく、「企業年金・個人年金部会」が本年 11 月に 1 年 11 カ月ぶりに再開されました。本稿では、これらの会議の概要についてお伝えします。

1. 公的年金の財政検証とは

公的年金の財政検証は 2004 年年金改正において、急速に進展する少子高齢化社会を見据えて将来にわたって公的年金を持続的に安心できるものとするために導入されたもので、国民年金法第 4 条の 3 及び厚生年金保険法第 2 条の 4 に規定され（図表 1）、将来の給付水準の見通しを作成することを目的として、2009 年の第 1 回財政検証から 5 年毎に実施されています。

従来は、将来給付に見合う保険料率を算定するための「財政再計算」が実施されてきましたが、2004 年年金改正において「公的年金の財政フレームワーク」^{注1}とともに財政検証の仕組みが導入されました。なお、前回 2019 年の公的年金の財政検証では、足元の所得代替率は 61.7%ですが、2040 年度半ばには 50%程度まで低下することが示されました。

（図表 1）公的年金の財政検証に係る規定（国民年金法第 4 条の 3「財政の現況及び見通しの作成」）

【第 4 条の 3】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。

2 前項の財政均衡期間（第十六条の二第一項において「財政均衡期間」という。）は、財政の現況及び見通しが作成される年以降おおむね百年間とする。

3 政府は、第一項の規定により財政の現況及び見通しを作成したときは、遅滞なく、これを公表しなければならない。

出所：国民年金法より抜粋（厚生年金保険法第 2 条の 4 にも同様の規定あり）

2. 第 1 回年金部会の概要

2022 年 10 月 25 日、第 1 回社会保障審議会年金部会（以下、年金部会）が開催され、公的年金財政検証のための経済前提等を検討するため、「年金財政における経済前提に関する専門委員会」が設置されるとともに、公的年金制度の意義・役割の整理、これまでの年金制度改正の概要、今後の検討課題について事務局より説明がなされました。

年金部会の冒頭で、年金部会長の選出が行われました。年金部会長には、菊池馨実 早稲田大学理事・法学学術院教授が選出されました。

1つ目の議題として、2024年の公的年金財政検証における経済前提等について、専門的・技術的な事項についての検討を行う専門委員会として、前回同様に「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）」が設置されました。さっそく11月18日、第1回専門委員会が開催されています。今後、本専門委員会において、2024年の公的年金財政検証の前提事項として、将来の経済成長率や労働参加率等の検討が行われていきます。

2つ目の議題として、公的年金制度の意義・役割とこれまでの公的年金制度改革の経緯等について事務局より説明がなされ、今後の検討課題が示されました。公的年金制度は予測できない将来に備える「保険」であり、高齢化が進む社会において、家庭ではなく社会全体で支える仕組みであり、公的年金制度の機能として「貧困の予防・救済」「所得再配分」「経済の安定・成長」であることが明示されました。過去の制度改革の経緯については、2004年の改正において、将来にわたって公的年金を持続的に安心できるものとするための「年金財政フレームワーク」により、5年毎に公的年金の財政検証を実施する仕組みが導入されたこと、2012年「社会保障・税一体改革関連法」の成立により、「受給資格期間の10年への短縮」「基礎年金国庫負担2分の1の恒久化」「マクロ経済スライドにおける年金額の改定ルールの見直し」等が実施されたことが説明されました。直近2020年の改正では、「短時間労働者の被用者保険の適用拡大」「在職老齢年金の見直し」「受給開始時期の75歳までの選択肢の拡大」等が順次実施されていることが説明されました。

3. 年金部会で示された今後の課題

続いて、今後の公的年金制度改革の方向性として、2つの視点が示されました。1つ目は「公的年金制度が老後生活の基本を支えるという役割を果たすためには、社会経済や労働市場の変化に対応し、雇用政策と連携した検討が必要であること」、2つ目は「社会経済の変化に対応した議論を進めていく上で、前回の公的年金の財政検証で示されたオプション試算を重視した論議を進める必要があること」です（図表2）。

（図表2）今後の年金制度改革の基本的な考え方「議論の視点」

議論の視点
(1) 公的年金制度が長期にわたり老後生活の基本を支えるという役割を果たすには、社会経済や労働市場の変化に対応した制度の在り方について、雇用政策とも連携しながら今後とも検討を進める必要がある。
(2) 財政検証を行う公的年金制度には、5年毎のPDCAサイクルが組み込まれており、オプション試算は社会経済の変化に対応した改革志向の議論を進めていく上で必要不可欠なものであり、課題に対応した内容の充実も含めて、オプション試算を重視した改革論議を進めていくべきである。

出所：厚生労働省「第1回社会保障審議会年金部会」資料2より筆者作成

また、年金制度改革の方向性と検討課題として、前回の年金部会でまとめられた「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）の記載から大きく次の4項目が示され（図表3）、これらについて、出席委員による意見交換が行われました（図表4）。

(図表 3) 今後の年金制度改革の方向性と検討課題

項目	概要
(1) 被用者保険の適用拡大	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業規模要件を撤廃し、50 人以下の企業に対しても被用者である者には被用者保険を適用すべきであり、<u>50 人超規模までの適用拡大により生じる影響の検証を行った上で、更なる適用拡大をどのように進めていくか議論すべきである。</u> ✓ <u>個人事業主の事業所の適用業種についても、今回追加された土業以外の業種への適用を引き続き検討すべしである。</u> ✓ 兼業・副業も含め、適用基準を満たさない就労を複数の事業所で行う者や、フリーランス・ギグワーク・請負型で働く者などへの保障の在り方について検討をすべきである。 ✓ 第 3 号被保険者制度については、被用者保険の適用拡大を進めつつ、第 3 号被保険者制度の縮小・見直しに向けたステップを踏んでいくことが必要である。
(2) 高齢期の就労と年金受給の在り方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 就労の長期化を年金制度に反映することにより、長期化する老後生活の経済基盤の充実が図られるよう、<u>高齢期の就労と年金の在り方については、高在老を含め、引き続き検討を進めていく必要がある。</u> ✓ 高齢者雇用においては、多様な形での就業機会の確保が進められる中、就労と年金の組合せの選択がより多様で柔軟にできるよう、引き続き検討を続けるべきである。
(3) 年金制度の所得再分配機能の維持	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 基礎年金は、所得の多寡にかかわらず一定の年金額を保障する所得再分配機能を有し、この調整期間の長期化は、年金制度の所得再分配機能の低下を意味する。<u>再分配機能を維持することは、基礎年金のみを受給する者だけでなく、厚生年金の受給者にとっても、高齢期の経済基盤を充実にするために非常に重要である。</u> ✓ 基礎年金の所得再分配機能の維持のためにも、被用者保険の適用拡大を、今回の適用拡大以上に、さらに徹底して進める必要がある。 ✓ 基礎年金が、厚生年金と国民年金の被保険者が公平に拠出して支える仕組みであることを踏まえつつ、報酬比例部分と基礎年金のバランスを確保して基礎年金の所得再分配機能を維持していくため、どのような方策が可能か、引き続き検討すべき。 ✓ <u>基礎年金の所得再分配機能を維持する方策として、保険料拠出期間の延長について、必要となる財源確保の在り方も検討した上で、就労期間の長期化等の高齢者の雇用実態等も踏まえて検討すべきである。</u>
(4) その他	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 障害年金・遺族年金について、社会経済状況の変化に合わせて見直しを行う必要がないか検証し、その結果に基づいた検討を進めていくべきである。 ✓ 2019 年4月厚生労働省 HP に開設された「わたしとみんなの年金ポータル」を通じて引き続き広報の充実・強化に取り組むとともに、広報媒体の多様化や世代の特性も踏まえつつ、様々な媒体を適切に用いた周知を行いながら、正しい情報を正確に伝え、関係者の理解を得ていくことが重要である。モデル年金以外の所得保障の状況についてもイメージできるようにわかりやすく示す工夫を重ねていくことが今後とも重要である。 ✓ <u>公的年金、私的年金を通じて、個々人の現在の状況と将来の見通しを全体として「見える化」し、老後の生活設計をより具体的にイメージできるようにするための仕組みを検討すべきである。</u> ✓ 人生を歩んでいく上で避けることのできないリスク(年金制度の場合は稼働能力の喪失)に対して、社会全体で連帯して備える社会保障制度という枠組みの中で、貯蓄ではなく保険の考え方を基本に構築されている<u>年金制度の意義や位置付けを理解してもらうことも重要であり、子どもの頃から生涯を通じた「年金教育」の取組を進める必要がある。</u>

出所：厚生労働省「第 1 回社会保障審議会年金部会」資料 2 より筆者作成

なお、(3)「年金制度の所得再分配機能の維持」については、参議院厚生労働委員会（2020年5月28日）附帯決議において「将来の所得代替率の低下が見込まれる基礎年金の給付水準の引上げ等を図るため、国民年金の加入期間を延長し、老齢基礎年金額の算定の基礎となる年数の上限を45年とすることについて、基礎年金国庫負担の増加分の財源確保策も含め、速やかに検討を進めること」とされています。

(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

- ✓ 事業規模や業種、就労形態により適用が分けられるべきではなく、しっかりと適用拡大を進めていくことが必要。(複数委員から同様の意見あり)
- ✓ ただし、適用拡大による雇用への影響を見極めることが必要。
- ✓ 所得再分配機能については、国民に分かりやすく説明することが必要。
- ✓ 基礎年金拠出金の在り方は、高齢者の就労促進と合わせて検討していくことが必要。
- ✓ 公的年金についても、国民に分かりやすく伝えるべきである。(複数委員から同様の意見あり)
- ✓ 小さい頃からの年金教育が必要。
- ✓ 公的年金制度だけではなく、企業年金・私的年金を含めた年金制度全体でどうあるべきかの議論が必要。

出所：厚生労働省「第1回社会保障審議会年金部会」を視聴して筆者作成

4. 年金部会の今後の予定

今回の年金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、今後、2024年公的年金財政検証に向け、「年金財政における経済前提に関する専門委員会」において、経済前提等の議論が進められていきます。また、年金部会では2024年の公的年金財政検証の結果等も見据えつつ、次期年金法改正に向けた年金改革を検討していくことになると見込まれます。

5. 第19回企業年金・個人年金部会の概要

11月14日、第19回社会保障審議会企業年金・個人年金部会が開催され、本年末に政府がまとめる「資産所得倍増プラン」に盛り込むべく、主に「iDeCoの加入可能年齢拡大」を中心に、企業年金・個人年金に関する今後の検討課題についての議論が行われました。

冒頭、企業年金・個人年金部会長の選出が行われ、部会長には、森戸英幸慶應義塾大学大学院法務研究科教授が選出されました。続いて、私的年金制度（企業年金・個人年金）の歴史的経緯と制度改正の概要および現状等について、事務局から説明がなされました（図表5）。

(図表 5) 企業年金の創設経緯と性格および税制措置の基本的考え方

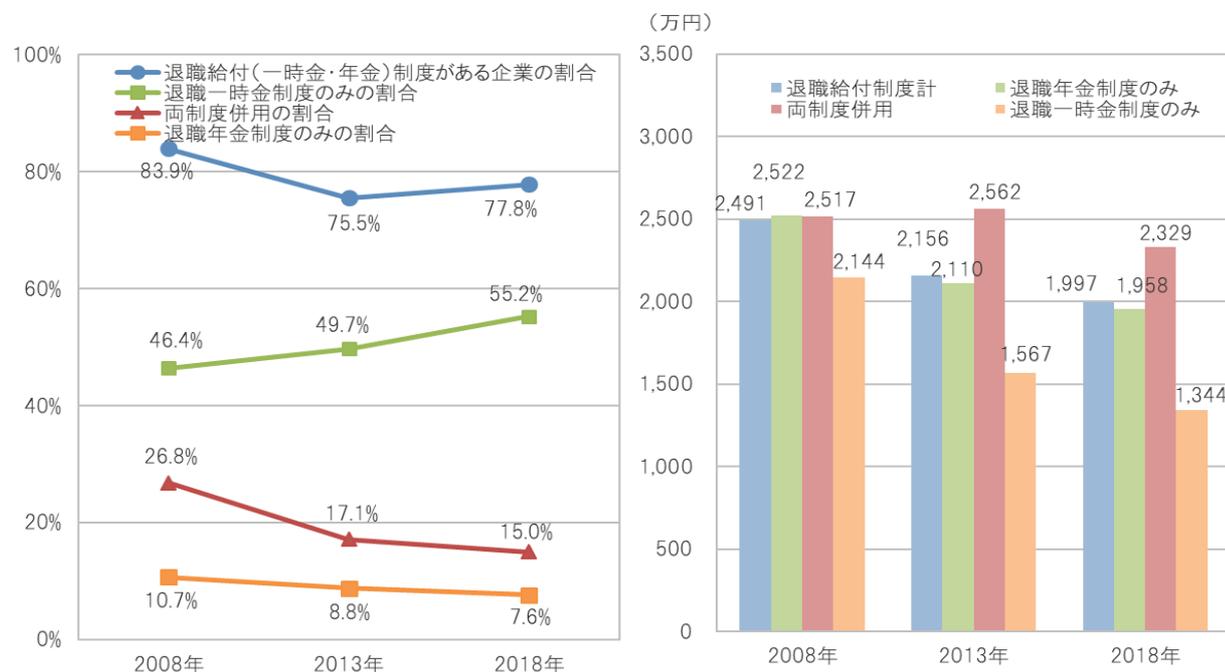
項目	基本的考え方
(1) 企業年金の創設経緯	<ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>日本の企業年金は、退職金からの移行という形で創設された。</u>退職金の増大に伴い、資金負担の平準化および税制上の要請から、税制措置を講じた税制適格退職年金が創設。 ✓ 厚生年金の給付水準改善に際して、退職金との調整を図るため、厚生年金基金が創設。 ✓ 運用環境の悪化、退職給付に係る新会計基準の導入、雇用の流動化等の社会経済情勢の変化、適格退職年金制度では不十分だった受給権保護の強化を受け、「確定拠出年金(以下、DC)」、「確定給付企業年金(以下、DB)」が創設。 ✓ <u>退職金は、賃金・休暇等と同じく労働条件の一つとして企業が任意で実施するものであり、一定の要件を具備したものについて、企業年金として税制上の措置が認められている。</u>
(2) DB と企業型 DC の性格の違い	<ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>DB は、厚生年金基金や適格退職年金の移行の受け皿として創設されたことから、拠出・給付の仕組みや税制の基本的枠組みについてはこれらの制度の特徴を承継しており、拠出限度額はない。</u> ✓ 年齢到達前の中途引き出しは、適格退職年金・厚生年金基金には制限がなく、DBにも制限はない。懲戒解雇等の場合、給付の全部又は一部を行わないことができる。 ✓ <u>企業型 DC は、米国 401(k)を参考にしつつ、貯蓄との違いを考慮した拠出建ての新たな制度として創設された。DB とは異なり、拠出限度額が設定されているとともに、資産が老後所得となることを担保するために中途引き出しを原則禁止とする等の特徴を持つ。</u> ✓ 拠出限度額は、貯蓄と区分するための方策の一環であるとともに、DC は税制と密接不可分であることから、掛金額を税制上の措置が講じられる範囲と一致させるために設けられた。
(3) 企業年金の税制	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 日本の包括的所得税制では、あらゆる経済的利得について発生時点で課税ベースに算入されることから、拠出時課税(Tax)、運用時課税(Tax)、給付時非課税(Exempt)(TTE型)となる。 ✓ DB・企業型 DC は、掛金は給与として課税すべきとの考え方の下、拠出時に事業主掛金は損金算入であり、給付時まで課税を繰り延べる形となるため、運用時には所得税の課税繰り延べ分を遅延利子相当分として特別法人税を課税、給付時は課税(ただし、公的年金等控除・退職所得控除を適用)(ETT型)となる。

出所：厚生労働省「第 19 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

企業年金の実施状況については、企業年金がある企業は中小企業を中心に減少傾向にあり、退職一時金だけの企業が増加しており、退職給付水準も近年、全般的に低下傾向であることが示されました(図表 6、図表 7)。

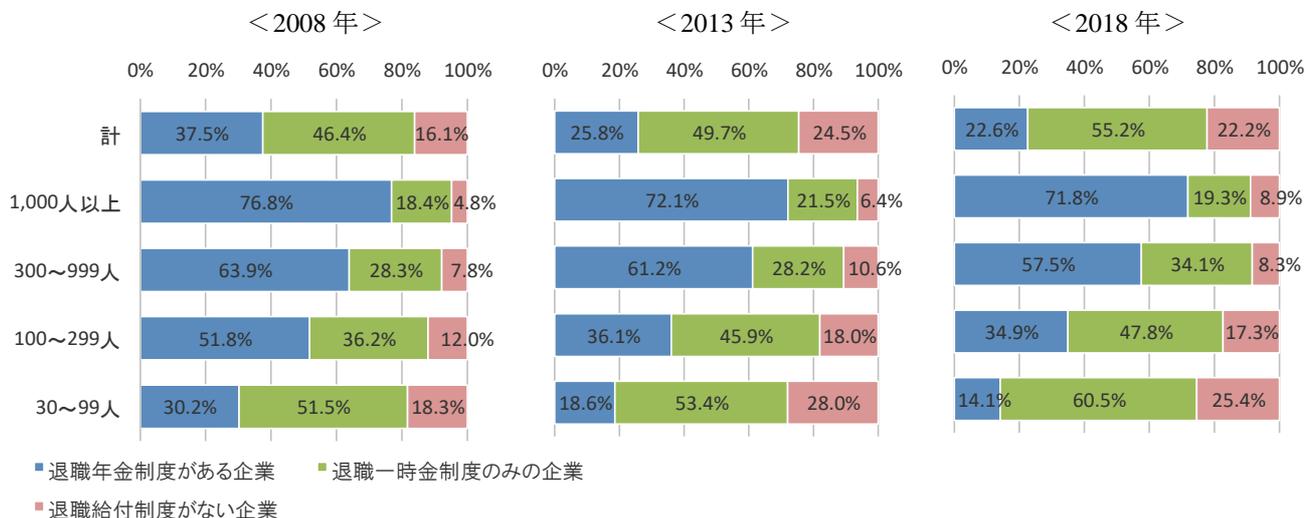
また、近年の法改正について、2016 年改正では「iDeCo の加入要件の緩和」により、国民年金第 1 号被保険者と企業年金がない第 2 号被保険者に加えて、企業年金がある第 2 号被保険者、公務員および第 3 号被保険者も加入可能(国民年金保険料免除者を除く)となったこと(2017 年 1 月 1 日施行)、2020 年改正では「DC の加入可能年齢の引き上げ」により、iDeCo は国民年金被保険者(第 2 号被保険者は 65 歳未満)であれば加入可能となったこと(2022 年 5 月 1 日施行)が説明されました。

(図表 6) 退職給付制度の実施状況 (左側) ・退職給付水準の推移 (右側)



出所：厚生労働省「第19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 7) 従業員規模別の企業年金実施状況



出所：厚生労働省「第19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

6. 企業年金・個人年金部会における今後の課題

企業年金・個人年金の喫緊の課題として、政府「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」および「経済財政運営と改革の基本方針2022（いわゆる骨太の方針）」（2022.6.7閣議決定）に基づき、「iDeCo加入可能年齢の拡大」を本年末に取りまとめる「資産所得倍増プラン」に盛り込むべく検討を進めることとされました。これについては、令和5年度税制改正において所要の措置を講じることとなります。

特別法人税については、2022 年度末が凍結期限のため今後の検討が必要とされています。

また、金融審議会「顧客本位タスクフォース」で議論された受託者責任等についても、今後の検討課題として示されました。受託者責任については、企業年金を含めたルールの横断化を目指すべき、インベスト・チェーンの各主体が顧客や受益者の最善の利益を図るよう横断的な責任規定を整備すべき等のコメントがありました。

さらに、本部会では、企業型 DC の総資産の約 45%が「元本確保型」で運用されていることに対して、これは指定運用方法を選定している事業主の約 75%が「元本確保型商品」を選定していることも一因と考えられ、事業主にも改善の余地があるのではないかと指摘があることが事務局から示されました（図表 8）。その後、これらについて、出席委員からの意見交換が行われました（図表 9）。

（図表 8）私的年金制度の検討状況

項目	概要
(1)iDeCo の加入可能年齢の引き上げ	✓ 資産所得倍増分科会および与党税制調査会などの議論も踏まえ、 <u>本年末に取りまとめる「資産所得倍増プラン」に盛り込むべく検討を進め、令和 5 年度税制改正において所要の措置を講じる。</u>
(2)特別法人税の取り扱い	✓ 企業年金等の積立金に対する特別法人税については、2022 年度末が凍結期限であり、企業年金等の普及及び健全な運営を確保するため、特別法人税を撤廃又は課税停止措置の延長を検討する。
(3)受託者責任と顧客の最善利益	✓ 受託者責任については、企業年金を含めたルールの横断化を目指すべきではないか。 ✓ インベスト・チェーンの各主体が顧客や受益者の最善の利益を図るよう横断的な責任規定を整備すべきではないか。
(4)企業型 DC のガバナンス	✓ 運営管理機関および商品に対する評価とモニタリング実施状況。 ✓ 継続投資教育の実施状況。 ✓ 総資産の約 45%が元本確保型で運用されている状況から指定運用方法に関する事業主の改善余地があるのではないか。

出所：厚生労働省「第 19 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

（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 の加入可能年齢の引き上げについては、実施していくべきである。（複数委員から同様の意見あり）
✓ また、公平性の観点から被用者に限らず、一定年齢まで iDeCo に加入できるようにすべきではないか。
✓ iDeCo の加入要件が国民年金被保険者であることを前提に事務・システムが構築されていることを考えると、事務負担等も考慮した費用対効果の検証が必要。
✓ iDeCo の加入可能年齢を引き上げた場合、資産運用に関する高齢者の認知機能低下も考慮する必要がある。
✓ iDeCo の拠出限度額について、企業年金がない人の拠出限度額を引き上げていく必要がある。
✓ DC 拠出限度額について、分かりやすさの観点から一律 5.5 万円に揃えることも検討すべきではないか。
✓ 企業型 DC のマッチング拠出の制限は、撤廃するべきである。
✓ DC 運用に積極的でない人に対する運用方法の仕組みも考えていくべきではないか。
✓ DB は集団運用であり、DC は個人運用である。DC にも集団運用があっても良いのではないか。
✓ DC の運用改善の検討について、まずは 2016 年改正後の実施状況を見極めることが必要。

- ✓ iDeCo は自助の資産形成であり、企業年金は退職給付由来であり、それぞれ性格が異なるものであることを考慮して議論していく必要がある。
- ✓ 企業年金と個人年金、DB と DC はその設立趣旨や経緯、性格が異なるものであり、税制やガバナンスについては、それぞれ分けて丁寧な議論が必要である。
- ✓ 従業員側から見れば、給付額が確定している DB の方が良いとの見方もあり、安易に DB から DC への流れとならないような議論も必要。
- ✓ 企業年金が中小企業に普及しない原因をきちんと議論すべきである。
- ✓ 中小企業の従業員にとってはシンプルな仕組みが必要であり、中小企業の従業員への理解の促進が必要と考える。
- ✓ 公的年金と私的年金の役割を今一度考えていくことが必要である。
- ✓ 国民の金融リテラシー向上のため、金融教育は必要である。(複数委員から同様の意見あり)
- ✓ 事務局から提示された企業年金・個人年金の検討課題以外にも課題はあり、それらを含めた議論が必要。

出所:厚生労働省「第 19 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

7. 企業年金・個人年金部会の予定

次回、企業年金・個人年金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、本年末までに取りまとめられる「資産所得倍増計画」に盛り込まれる「iDeCo の加入可能年齢拡大」を中心に議論が行われると想定されます。また、「企業型 DC の運用改善」等その他の課題については年明け以降、再度、事務局から説明がなされた上で、あらためて次の制度改革に向けての議論が行われていくことと見込まれます。

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。

< 参考資料 >

◆厚生労働省「第 1 回社会保障審議会年金部会」(2022 年 10 月 25 日)

https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/nenkin_221025doc.html

◆厚生労働省「第 19 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」(2022 年 11 月 14 日)

https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_29156.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

DC 拠出限度額改正(2024 年 12 月)以降の DB・DC の設計

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 西部 浩之

2024 年 12 月の政令改正により DB 加入者に係る企業型 DC の拠出限度額が「2.75 万円」から「5.5 万円－他制度掛金相当額」に変更されます。そこで本稿では、当該改正以降の DB と企業型 DC の制度設計について考察します。

1. DB 加入者である企業型 DC 加入者の拠出限度額

(1). DC の拠出限度額の改正

DB 加入者に係る企業型 DC の拠出限度額は、2024 年 12 月より図表 1 のとおり 5.5 万円から DB ごとの掛金の実態を反映した額（他制度掛金相当額）を控除した額に改正されます。

(図表 1) DB 加入者である企業型 DC 加入者の拠出限度額（月額）

	2022 年 10 月 ～2024 年 11 月	2024 年 12 月～	経過措置期間中 ^{注1}
企業型 DC	月 2.75 万円	月 5.5 万円 －他制度掛金相当額	月 2.75 万円
参考 iDeCo	月 2.75 万円 －企業型 DC 事業主掛金 (上限は月 1.2 万円)	月 5.5 万円－他制度掛金相当額 －企業型 DC 事業主掛金 (上限は月 2.0 万円)	

出所：厚生労働省サイト「確定拠出年金制度「2020 年の制度改革」」^{注2}を参考に筆者作成

(2). 他制度掛金相当額の算定方法

DB の財政方式が加入年齢方式の場合^{注3}、他制度掛金相当額は図表 2 の式で算定します。この式は標準加入者に対し毎月いくら拠出すればその者に係る DB の給付を賄えるかを毎月「一定額」を拠出する前提で算定したもので、「DB の給付額（算定要素①）」を「DB 加入月数（算定要素②）」で除し「予定利率^{注4}（算定要素③）」で調整した額といえます。

標準加入者の加入時年齢や脱退・昇給等の前提は直近の標準掛金額算定時と同じ（算定省令^{注5} 3 条 2 項）ですが、加入年齢方式（給与比例制等）における「加入時の給与^{注6}（算定要素④）」は他制度掛金相当額算定時固有の前提^{注7}として新たに設定します。

(図表 2) 他制度掛金相当額の算定式（DB の財政方式が加入年齢方式の場合）

他制度掛金相当額の算定式 (加入年齢方式)	(参考 1) 他制度掛金相当額の算定式 (簡易な基準に基づく DB)	(参考 2) 標準掛金率の算定式 (給与比例制)
$\frac{\text{標準加入者の給付現価}}{\text{標準加入者の人数現価}}$	$\frac{\text{標準掛金の総額}}{\text{加入者数}}$	$\frac{\text{標準加入者の給付現価}}{\text{標準加入者の給与現価}}$

出所：厚生労働省サイト「確定給付企業年金制度の主な改正（令和 6 年 12 月 1 日施行）」^{注8}を参考に筆者作成

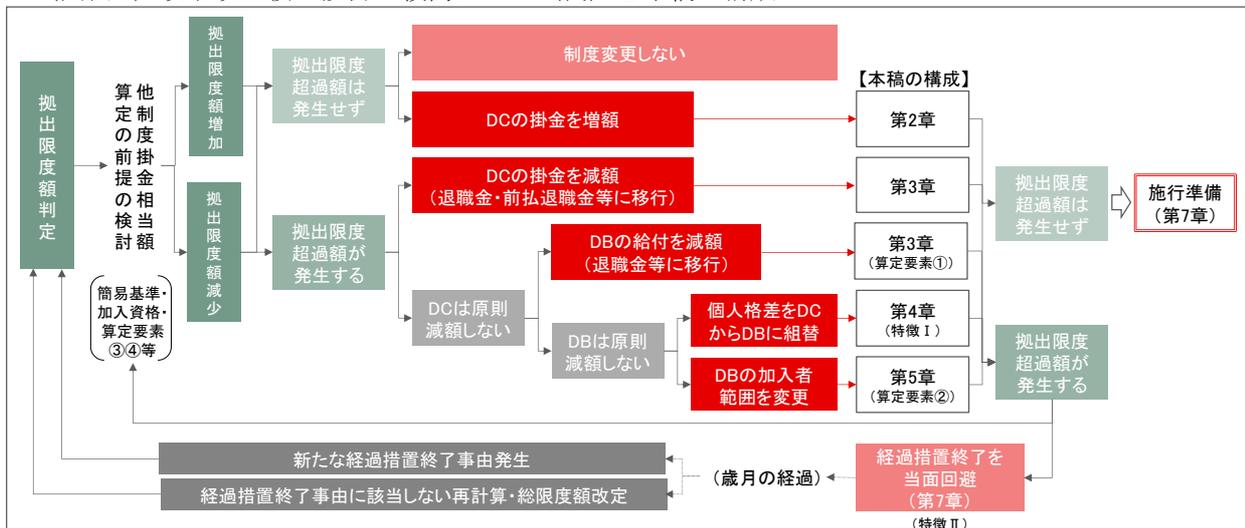
この式で算定された他制度掛金相当額は給付区分毎に「DB 加入者全員に同じ額を適用 (特徴 I)」し、企業型 DC には「経過措置終了時から適用 (特徴 II)」します。

なお、政令施行後の日を基準とする財政再計算を行うまでは簡易な基準 (図表 2 参考 1) の算定式を用いることができます。簡易な基準から原則的な基準への移行や基礎率の変動による経過措置終了後の他制度掛金相当額の変動には注意が必要です^{注9}。

(3) 他制度掛金相当額の特徴の設計への活用

2024 年 12 月の政令改正以降、給付設計を変更する際には上記算定要素①~④や特徴 I・特徴 II を踏まえて検討を進める必要があります。本稿では図表 3 の検討フローにより、政令改正後の企業型 DC の事業主掛金及び DB の設計、並びにその影響を受ける退職金及び前払退職金の設計^{注10}を中心に考察します。

(図表 3) 政令改正後の設計の検討フロー (例) と本稿の構成



出所：筆者作成

2. 企業型 DC の拠出限度額が増加する場合の設計例

2024 年 12 月の政令改正により拠出限度額が増加する場合、制度の見直しを行わないことができます。また、図表 4 のように DC への拠出額を引き上げることができます。

(図表 4) 企業型 DC の拠出限度額が増加する場合の設計例

	制度の見直し	見直し内容	具体例・留意事項等	
A. 拠出限度額が増加する場合	見直さない	—	—	
	見直す	前払していた超過額のみ見直す	前払していた超過額を DC に拠出	
		DC 掛金を増額	① 選択型 DC で増額	2 階建 DC の 2 階としての導入も可
			② 退職金を DC に移行	過去分の移換も可能
			③ DB を DC に移行	拠出限度額が更に増加
その他	DC 掛金の単純な増額等			

出所：筆者作成

3. 企業型 DC の拠出限度額が減少する場合の設計例

拠出限度額が減少する場合、経過措置（後述第7章(2)参照）という一定の猶予はありますが、現在の DC 掛金水準が低い場合を除き、制度の見直しが必要となります。主な見直し方法は図表 5 のとおりです。

(図表 5) 企業型 DC の拠出限度額が減少する場合の設計例

	制度の見直し	見直し内容		具体例・留意事項等
B. 拠出限度額が減少する場合	見直さない	—		現行掛金水準が低く影響がない場合
	見直す	①拠出限度超過者のみ見直す	(ア) 超過額を前払	—
			(イ) 超過額を退職金に加算	DB に加算する場合(①(イ))は拠出限度額の更なる減少に注意
		②DC 掛金を一律減額	(ア) 減額分を前払	—
			(イ) 退職金を増額(将来分)	DB を増額する場合(②(イ))は拠出限度額の更なる減少に注意
③DB の一部を退職金に移行	DB の給付減額に係る同意が必要			
④その他	組替案 (4 章) ・加入資格変更 (5 章) ・リスク分担型 DB への移行等			

出所：筆者作成

(1) 選択型 DC の場合

選択型 DC の場合、拠出限度超過額を前払の形へ変更する（超過する額を元の給与等に戻す）ケースが多いと予想されます。これは DC 導入前の状態に戻すだけであり、退職給付債務（PBO）にも影響しないため、労使双方にとって受け入れやすい案と考えられます。

(2) 退職金等から移行した DC の場合

退職金等（退職金・DB）を DC に移行している場合、まず、拠出限度超過額を他の制度から支給する方法が考えられます。

給与支給時に前払する場合は、前払する額に対する所得税（従業員負担）や社会保険料（労使双方負担）等が発生します。

拠出限度超過額を退職金に加算する場合、退職金に加算する額を管理する必要があるうえ、退職給付債務（PBO）の増加^{注11}等の影響も考慮する必要があります。DC への移行割合を一律に引き下げ、退職金等を一律に引き上げる場合、拠出限度超過額のみを加算よりも管理の負担を軽減できる場合がありますが、退職給付債務の増加は拠出限度超過額のみを加算よりも原則として大きくなります。

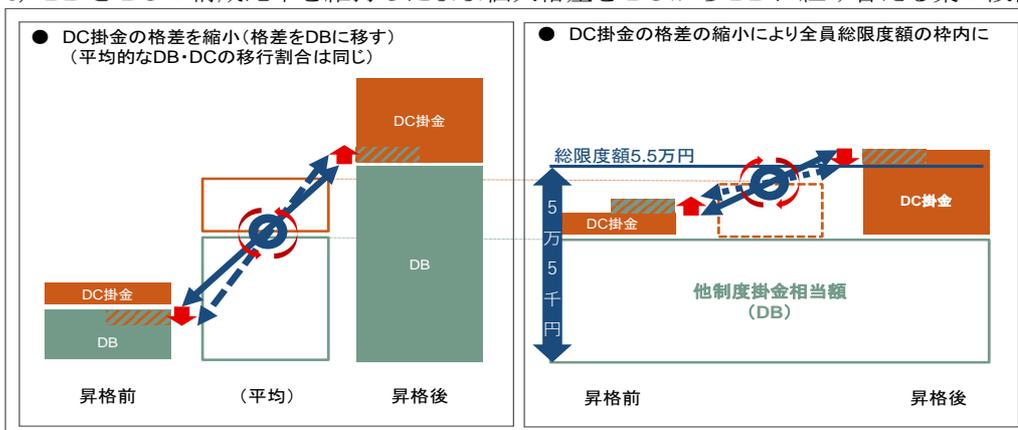
DB に加算する場合、他制度掛金相当額の増加により退職金に移行する場合以上に DC を減額し DB を増額することが必要となる場合が少なくないと予想されます。

この他、DB の一部を退職金に移行し他制度掛金相当額を引き下げる設計も考えられます。この場合、DB は給付減額となるため、同意等の要件を満たす必要があります。

4. DBとDCの構成比率を維持したまま個人格差をDCからDBに組み替える案

他制度掛金相当額は給付区分毎にDB加入者全員に同じ額を適用する（特徴I）一方で、DC掛金額は個人単位の額です。そこで、DC掛金の個人別格差を縮小し、DBの給付額に差をつけることで、拠出限度超過額の発生を回避し、全員が拠出限度額を有効に活用できる場合があります（図表6）。DBへ移した給付見合いでDCの移行割合を引き上げれば各加入者の給付水準は概ね維持され、制度全体のDC移行割合及び財務上の効果も概ね維持できます。

（図表6）DBとDCの構成比率を維持したまま個人格差をDCからDBに組み替える案の設計イメージ

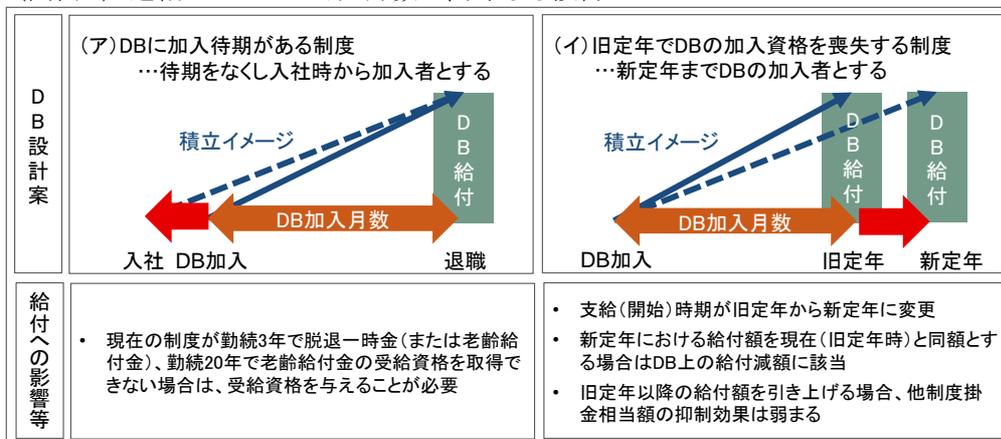


出所：筆者作成

5. DB加入資格（取得時期・喪失時期・職種等）の見直し案

退職までのDB加入月数（算定要素②）が長いと、給付額が同じでも他制度掛金相当額は低く算定されます。DB加入月数を長くする方法としては、図表7のような方法が考えられます。なお、現在（ア）は加入までの待期が数年ある制度、（イ）は、定年延長を60歳（旧定年）から65歳（新定年）に引き上げたが、支給は旧定年をベースに行っている制度です。ただし、この方法では、一般に給付設計を見直す必要がある点に留意が必要です。

（図表7）退職までのDB加入月数が長くなる設計



出所：筆者作成

この他、DBに非加入の職種がある場合、これをDBの加入者とすることで、既加入職種
の他制度掛金相当額が変わる場合があります。

6. 各案の比較と最終案の決定

実際には、これまで述べてきた制度案以外にも、給付の特性（例えば給付の頭打ちや退職事由別・個人別の給付格差）に応じて「一定割合」以外を制度間で移行する案や、下記のような複数案の組み合わせも考えられます。

- ・組替案の設計で生じた拠出限度超過額を前払する設計（組替案×B-①(ア)案 [図表5]）
- ・ポイントが高い上位役職者を除く全員が5.5万円に収まる設計案を作成したうえで、上位役職者の拠出限度超過額を退職金とする設計（各案×B-①(イ)案 [図表5]）

これら様々な制度案の中から候補となる案の絞り込みや修正案の追加を行いながら比較検討し（図表8参照）、最終的な制度案（関連する措置を含む）を決定していきます。

（図表8）主な制度案の簡易モデル^{注12}における制度構成比と特徴（例）

制度案		現行	B-①(ア)	B-②(イ)	B-②(イ')	B-③	組替案
設計方針		—	拠出限度超過額を前払 (DC⇒前払)	DC一律減額・将来退職金増額 (DC⇒退職金)	DC一律減額・将来DB増額 (DC⇒DB)	DB一律減額・退職金化 (DB⇒退職金)	DBDCの割合を全体で維持 (DB⇔DC)
構成比 (将来分)	DB	70%	70%	70%	約83%	62%	全体で70%
	DC	30%	30%-前払	25%	約17%	30%	全体で30%
	退職金			5%		8%	
	前払		4千円				
課題等		—	前払発生 (税負担増等)	PBO増加 社外積立減少	PBO 大幅増加	社外積立減少	DC移行率に個人差 (25%~50%)
課題に対応するための修正案 (例)		—	前払に課税相当額等を上乗せ	退職金に退職給付信託を設定	リスク分担型DBに再編	退職金に退職給付信託を設定	他の案との組み合わせ

出所：筆者作成

7. 経過措置の終了時期の確認（検討）と新制度案の施行準備

(1) 拠出限度額が増加しDC掛金を増額する場合

他制度掛金相当額が2.75万円未満と見込まれる場合、DC掛金を増額することで、直ちに拠出限度額増加のメリットを享受することができます。

(2) 拠出限度額が減少し拠出限度超過額が発生する場合

拠出限度額が減少し拠出限度超過額が発生すると見込まれる場合、経過措置を適用することで、DC掛金の減少を回避できます。

この場合、経過措置が終了する制度変更^{注1}の予定の有無と当該変更後も拠出限度超過額が発生すると見込まれるか否かを確認することが必要です。発生が見込まれる場合、当該変更の時期を2024年11月以前とすることでDC掛金の減少を回避できます。それが難しい場合には、現状の上限である5.5万円^{注13}が今後改定されて引き上がった際には、(変更の時期を先送りできれば)超過額の発生を回避できるかもしれません。

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。

注1：通知「確定拠出年金の拠出限度額の見直しについて」（別紙）第3の1（企業型DCの拠出限度額について⑥）、同通知「企業型確定拠出年金の拠出限度額に係る経過措置に関するQ&A」3番、5番

<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000885588.pdf>

（当該Q&A5番回答中のDB規約例は、<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000934812.pdf>参照）

注2：厚生労働省サイト「確定拠出年金制度「2020年の制度改革」」

<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/2020kaisei.html>

注3：本稿では加入年齢方式以外の財政方式を用いている場合の設計や影響については記載を割愛します。

注4：予定利率（DBの財政運営で用いる率と同じ）は積立金の運用収益の長期の予測に基づき適正かつ合理的に定める必要があり、他制度掛金相当額を抑制することを目的として引き上げることはできません（算定通知[※]Q&A10番）。

※ 通知「確定拠出年金における他制度掛金相当額及び共済掛金相当額の算定方法について」

<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000825863.pdf>

注5：確定拠出年金における他制度掛金相当額及び共済掛金相当額の算定に関する省令

<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000825747.pdf>

注6：加入時の給与は算定通知^{注4}※Q&A3番において以下の3つの方法等、適正な年金数理に基づいて見込むこととされています。

- 定常状態における給与総額が基準日の給与総額と一致するように見込む方法
- 昇給指数算定時の「予定新規加入年齢における補正給与」を用いて見込む方法
- 実績の平均を用いる方法

aの方法や簡易基準を採用した場合、他制度掛金相当額は若年者が多く加入者数が増加中の企業では低く、採用を抑制し中高年層中心となった企業では高くなりやすいと予想されます。一度採用した方法は合理的な理由がなければ変更できません（同Q&A4番）。

注7：図表2左欄の算定式の「給付現価」（分子）を算定するためには退職時（ポイント制等の場合は退職までの各期間）の給与が必要となります。給与の算定には「加入時の給与」と昇給指数を用います。標準掛金率の算定式（図表2右欄）の「給付現価」（分子）、「給与現価」（分母）の算定に用いる給与の算定も同様ですが、標準掛金率の場合は約分により「加入時の給与」が不要となります。

注8：厚生労働省サイト「確定給付企業年金制度の主な改正（令和6年12月1日施行）」

https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/newpage_00041.html

注9：経過措置終了後は、DBの定期的財政再計算（5年以内）でも他制度掛金相当額が改定され（算定省令^{注5}12条1項1号）拠出限度額は変動します。このため、加入時の給与等の検討においては拠出限度額の変動傾向の違いにも留意することが必要です。また標準掛金率と同様に、財政再計算時の予定脱退率や予定昇給率、予定新規加入年齢や予定死亡率等の変動でも他制度掛金相当額は変動することから、5.5万円に対し余裕をもった設計とする（5.5万円の未使用枠の確保や他制度掛金相当額の変動の抑制等）ことや、拠出限度超過額が発生した場合の対応を事前に決めておくことも考えられます。

注10：今回の政令改正とそれに伴うDBや企業型DCの見直しは、iDeCoに拠出できる額（下限5千円、上限図表1）やマッチング拠出できる額にも影響しますが、本稿では加入者拠出に配慮して事業主掛金を抑える設計については記載を割愛します。またDCとDBの加入者拠出の取扱の違い（5.5万円の内枠/外枠・拠出時に所得から控除される額の違い等）を活用した設計についても記載を割愛します。このため本稿では特に断りのない限り、DCは企業型DC、DCの掛金は事業主掛金、DBは加入者拠出がないDBを指すものとします。

注11：当該制度改革の場合、PBOは改訂後の勤務に応じて徐々に増加しますが、退職給付会計における退職給付見込額の期間帰属方法として「期間定額基準」またはそれに類する方法を採用している場合には、制度改革時点でもPBOが増加する場合があります。

注12：以下のモデルを使用しています。

- ポイント制（勤続・等級）の退職給付をDBに70%・DCに30%移行（DB・DCの付利率率は同じ）
 - 加入者は2名で、ポイント内訳（月額掛金換算）はA氏：勤続1.5万円、等級0.5万円、B氏：勤続1.5万円、等級6.5万円
 - DBの他制度掛金相当額は簡易な基準により算定（DBの月額掛金の平均）
- 組替案のDC移行割合は、A氏50%＝勤続1万円/2万円、B氏25%＝（勤続1万円＋等級1万円）/8万円（設計過程は省略）

注13：現在の拠出限度額（5.5万円）は、厚生年金基金における特別法人税の非課税水準を基に以下の式で算出されています。

$$\frac{\text{民間事業所の大部分をカバーする給与水準 (65万円)} \times \text{免除保険料率 (3.8\%)} \times \text{望ましい上乗せ水準 (2.23)} \div 5.5 \text{万円}$$

出所：第14回社会保障審議会企業年金・個人年金部会（参考資料2）p2

<https://www.mhlw.go.jp/content/10600000/000662812.pdf>

厚生年金基金数の減少により、上記限度額に免除保険料率を用いなくなる可能性がありますので今後の動向が注視されます。

（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

人的資本経営への「戸惑い」を脱する

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「人材版伊藤レポート 2.0」、8 月に「人的資本可視化指針」が公表され、人的資本経営への取り組みを本格化しようと企業人事の動きが活発になっています。

11 月 7 日には金融庁より、「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の改正案の公表について」として、人的資本に関する情報を含む有価証券報告書の改正案が公表されました。企業関係者の関心はしばらく、2023 年 3 月 31 日以降に終了する事業年度の有価証券報告書の作成に集まるかもしれません。

そのような中であって、「『人材版伊藤レポート 2.0』や『人的資本可視化指針』等の公表文書を確認し様々なセミナーも視聴しているが、人的資本経営にどう取り組むべきか今一つ腹落ちしない」という声を少なからず耳にします。

この声は、主として実践の担い手である人事部門から聞かれます。「人的資本経営の実践」あつての「開示」です。この戸惑いの原因は、どこにあるのでしょうか。

本稿では、この「人的資本経営への戸惑い」をひもとき、人的資本経営に取り組む企業が、いかに「自社として腹落ち」させ、人的資本経営の実現に向けて走り出すべきか考えます。

1. 人的資本経営の主管部署は人事部門？

まず、人的資本経営を主管部署として担うのは、人事部門であるべきなのでしょうか。もしそうだとすると、どのように担えばよいのでしょうか。

本稿では、主として「図表 1」に挙げた公表文書を人的資本経営に関連する「共通言語」として話を進めます。

人事部門の「戸惑い」の背景には、これら相互に関連する公表文書の位置づけがわかりづらいことも原因の一つになっていると感じます。

「伊藤レポート 3.0(S X 版伊藤レポート)」と「価値協創ガイダンス 2.0」は、企業と投資家に対して、「持続可能な企業価値創造のための長期経営・長期投資」を推奨しており、「社会のサステナビリティと企業のサステナビリティの同期化、そのために必要な経営・事業変革」を「サステナビリティ・トランスフォーメーション(S X)」と定義しています。人的資本経営も S X の一部として位置付けられています。

「人材版伊藤レポート 2.0」は人的資本経営の実践のための「アイデアの引き出し」と位置付けられており、「人的資本可視化指針」は人的資本に関する情報開示に向け「考え方を包括

的に整理した手引き(指針全体に強制的な遵守義務が課されるわけではないので開示自体の実務手引きとはされていない)」という位置づけです。

これらの文書は、国が発信者となる公的なものである一方で、企業経営や資本市場投資等に関する方向性の議論をまとめたものであることから、直ちに法規制等の強制力を伴う内容ではありません(一部、2022年11月7日付で金融庁より内閣府令改正案にて公表されている有価証券報告書等の法定開示にかかる部分を除く)。

(図表1) 本稿で主に参照する人的資本経営に関する公表文書

文書	概要	発信者
伊藤レポート 3.0 (SX版伊藤レポート)	サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)の要諦、及びその実現に向けた取組をまとめたSXの「理論編」。 「日本企業・投資家等が将来に向けて進む道を示す羅針盤」	経済産業省 (2022年8月)
価値協創ガイダンス 2.0	SXの「実践編」。企業と投資家が統合思考に基づく情報開示や対話を通じて互いの理解を深め、持続的な価値協創に向けた行動を促すことを目的とするもの。 「SX実現のための包括的フレームワーク」	経済産業省 (2022年8月)
人材版伊藤レポート 2.0	「経営戦略と連動した人事戦略をどう実践するか」について「3つの視点・5つの共通要素」という枠組みに基づいて、実行に移すべき取組、及びその取組を進める上でのポイントや有効となる工夫を示すもの。 「人的資本経営の具体化のためのアイデアの引き出し」	経済産業省 (2022年5月)
人的資本可視化指針	人的資本に関する資本市場への情報開示の在り方に焦点を当て、既存の基準やガイドラインの活用方法を含めた対応の方向性について包括的に整理し手引きとして編纂したものの。	内閣官房 (2022年8月)

強制的に従う義務のないこれらのレポートや指針に対して、どこまでこたえるべきかは基本的に企業に委ねられているわけですから、その対処方針や具体化をいきなり問われても唐突に感ずるのは無理からぬことでしょう。

加えて、これらの文書は相互に関連しており、特に「人材版伊藤レポート2.0」と「人的資本可視化指針」については、あわせて参照し統合的に自社の対処方針等を考える必要があります。

また、「人的資本可視化指針」は主として開示にかかる指針ですから、本来開示を担う部門ではない人事部門が戸惑う一因となります。

さらに、上位文書である「伊藤レポート3.0(SX版伊藤レポート)」や「価値協創ガイダンス2.0」は、人的資本以外の分野を含めた経営全般の革新を期待する内容であり、しかも社会的要請をうけSXの実現を正とする価値観が前提になっています。

自社の人事戦略を経営戦略につなげることを求める「人材版伊藤レポート2.0」の趣旨に、本質的かつ実際的に対処するだけで良しとすべきなのか、SXまで視野を広げて経営戦略全体のバージョンアップと並行して人事戦略をアップデートすべきなのか、等と考えだすと止め処がなくなっていくます。

以上をふまえて、冒頭の問いについて考えると、人的資本経営について人事部門が単独の主管部署としてすべてを担うのは容易ではないといえるでしょう。

まず、「人材版伊藤レポート 2.0」で「実践と開示を両輪とした取り組みが重要である」と指摘されるように、開示を担う IR 部門も一方の主管部署であるべきでしょう。

また、経営戦略と人事戦略を連動させていくという点では、経営企画部門や、人事戦略の実践の場である事業部門も主管部署に準ずる位置づけとすべきかもしれません。

そして、これら全部門の取り組みを統合する役割を経営陣が担う必要があります。経営陣には、人的資本経営を含めた SX の実現に向けて、既存の経営戦略の再検討を要するかどうか判断する役割もあります。

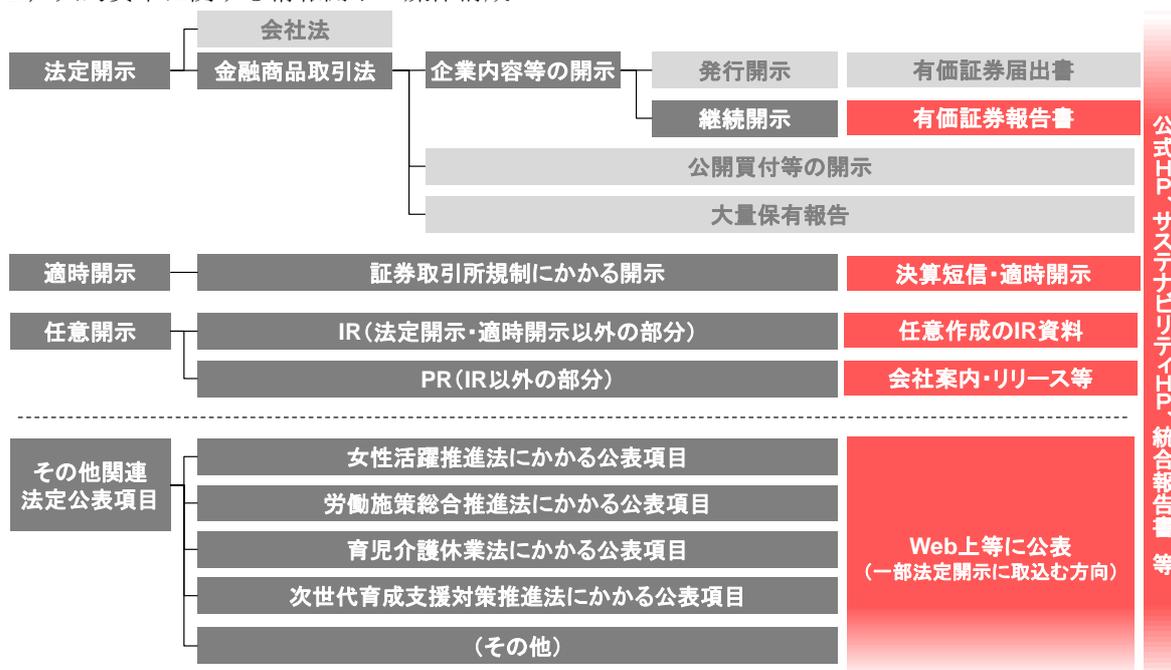
つまり人的資本経営は、経営陣以下、各部門が協力して対処する必要があるテーマであるにも関わらず、入り口で人事部門が単独で主管するイメージで捉えてしまうことにより「戸惑い」が生ずるケースが少なくないのではないのでしょうか。

2. 人事部門と IR 部門の相互認識と協業体制の重要性

人事部門からすると、「人的資本に関する情報開示」は一見「人事戦略やその実践の結果をどう対外的に表現するか」に過ぎないように映るかもしれません。

しかし「人的資本に関する情報開示」は上述のように企業にとって「血液」とも言える資金の調達力を左右します。投資家は「人的資本に関する情報」を企業の長期的な成長性や健全性を予見する材料として捉えるからです。

(図表 2) 人的資本に関する情報開示の媒体構成



筆者は以前、東証マザーズ市場(現東証グロース市場)に上場するベンチャー企業で、人事、総務、情報システム、そして I R、といった機能を統括する部門の責任者を務めていたことがあります。

元々人事を専門とする筆者にとって、I Rは投資家を相手にする新鮮な仕事でした。同時に、企業にとって I Rがいかに重要な機能であるか、この経験を通じて実感しました。

ある投資家が数多くの企業の中から自社に投資するか否かを判断するのは、ほんの「一瞬」のことです。

自社に関心を持ってオンライン面談を申し込んでくれる機関投資家であっても、直接対話できるのは四半期にせいぜい一時間です。

このような直接対話できる機関投資家はごく限られ、投資家の大半は開示資料に基づいて投資の有無を判断します。

そもそも、どんなによい経営をしても、市場に情報を開示しなければ上場できませんし、開示している情報が投資家にとって魅力的に映らなければ資金は集まりません。資金が集まらなければ、魅力的なプロダクトやサービスを開発し提供することが難しくなります。

言い換えれば、「人的資本に関する情報開示が拙ければ、企業の成長性や健全性がライバルに比して劣後していく」こととなります。人材への投資余力も劣後していきます。

実際のところ、人事部門がこうした開示の重要性について、I R部門の現状認識や課題感を共有しておくことが重要であると考えます。

開示自体の重要性に加えて、人的資本に関する情報開示は奥が深い点も留意すべきです。

人的資本に関する情報開示には、長期的な視野に立った戦略、指標及び目標等、未来に向けた情報をストーリーとして示すことが含まれます。

開示は元来、財務情報等の過去の事実に基づく情報開示が中心ですので、人的資本に関する情報開示には新しく創りあげていく要素があります。

新しく創りあげる部分についても、ただ夢を語ればよいわけではなく、戦略として語り、かつ指標化した数値を含め目標を示すことを含みます。

戦略は魅力的なストーリーとして語りたい部分であると同時に、指標等の目標を掲げるため責任を負いますし、後日実績を問われるため根拠に基づく実現可能性も確保すべきです。

しかも人的資本経営は長期的かつサステナブルな成長を志向していますので、これらも長期的な視野で語り示すべきものとなります。

これらの点で、既存の開示よりも考慮すべきことが複雑で奥が深いわけです。

人的資本経営は、これら開示自体の重要性、人的資本開示の複雑さや奥深さをふまえ、人事部門と I R 部門が相互認識を深めたうえで協業していく必要性のあるテーマです。

人事部門が開示について専門でないのと同様に、開示を担う I R 部門は自社の人事戦略について詳細に認識しているわけではありません。

人事部門が主管すべきは「人的資本経営の実践」の部分ですが、I R 部門の開示を支援するためには「人的資本に関する情報開示」についてある程度認識を深める必要があります。

例えば、有価証券報告書の人的資本関連開示項目の定めには、必要最低限の記載要綱が定められる見通しですが、背景には T C F D 「4つの要素」に沿った開示や、I I R C 国際統合報告フレームワークの「価値創造プロセス」等、投資家に認知され、開示の在り方としても期待される作法が存在しています。

自社が人的資本経営に関する「戦略」を語る時、人事部門もこれらの作法を認識する必要があります。

これらの「作法」を認識することで、自社の人的資本経営の要諦を打ち出すよう IR 部門と協業することができます。

同じように、IR 部門も自社の人事戦略等について相応に理解を深める必要があります。

例えば、投資家にとって比較可能性の高い情報とするために ISO 30414 「ヒューマンリソースマネジメント—内部及び外部人的資本報告の指針」 4.7.1 に示されている指標項目を IR 部門として採用したいと考えたとき、自社の人事戦略上、開示することに疑問符が付く項目を意図せずして選定することがないように留意すべきでしょう。

3. 「実践への戸惑い」に気づく「触媒」

人事部門の人的資本経営への「戸惑い」の中には、少なからず「実践への戸惑い」があると感じます。

人的資本経営の実践の手引きとなるのは「人材版伊藤レポート 2.0」です。同レポートは、実践のための「アイデアの引き出し」と位置付けられています。

「3つの視点」と「5つの共通要素」にまとめられた同レポートには、多くの日本企業に共通すると想定される、人に関する課題と対策が例示されています。

読み方によっては、同レポートは「余計なお世話」と感じさせる文書かもしれません。例えば、次のような疑問が浮かんだことはないでしょうか。

「同レポートを国がわざわざ公表文書として打ち出す意義は何なのだろうか？ 人的資本経営のための自社の人事戦略は、あくまで自社として検討すべきものであり、教科書的なアイデアの引き出しを参考にする意味がどれほどあるのだろうか？」

このような疑問が浮かぶと、同レポートを参考にするのが、むしろ遠回りのように感じられるかもしれません。反面、「人的資本経営」を実践するには、やはり同レポートのアイデアを相応に受け入れた方がよいのかもしれない、といった不安もよぎるかもしれません。

大前提として、同レポートは示唆であり自社の人事戦略を検討する際の参考にすればよいのであって、いたずらに取り入れることを目指すべきものではありません。

しかしながら、同レポートが作成された背景等について理解し、将来に向けた人事戦略の検討に活かすことは有益であると考えます。

同レポートの「3つの視点」と「5つの共通要素」という枠組みは、次の趣旨でまとめられています。

「過去の成功体験等を通じて多くの日本企業に定着した構造的な課題を脱し、今後の厳しい経営環境の中で非連続な成長を実現するには、人的資本という観点ではどうしたらよいか」

自社に染み付いた課題に自ら気づき変革することは、容易なことではありません。

人的資本経営の実現に向けて取り組む関係者が、同レポートの示唆を自社の課題に気づく「触媒」として最大限、活用するのがよいと考えます。

(図表 3) 「3つの視点」と「5つの共通要素」の背景等

項目		背景等
視点 1	経営戦略と人材戦略の連動	日本企業の多くが「メンバーシップ型」の人事を実践してきたため、経営戦略と人材戦略を敢えて切り離してきた経緯がある(職能資格制度、人基準の人事制度等)
視点 2	As Is-To Be ギャップの定量把握	経営戦略と人材戦略を連動させるため、現状とあるべき姿を描き、そのギャップを定量的に把握し、人材戦略を不断に見直す必要がある
視点 3	企業文化への定着	人材戦略の実践を通じ企業文化が醸成され、醸成された企業文化が持続的な企業価値の向上の土壌となる パーパスや経営戦略、人材戦略等に照らし、目指す企業文化を醸成していくことも重要
共通要素 1	動的な人材ポートフォリオ	経営戦略の実現のために必要な人材を定義し、将来からバックキャストする形で、現状の人材ポートフォリオを変化・充実させていく戦略が必要
共通要素 2	知・経験のダイバーシティ&インクルージョン	人材の知と経験の多様性が、非連続的なイノベーションを生み出す土壌となることに留意し、意図的に専門性、経験、感性、価値観等の多様な人材を積極的に取り込む戦略が必要
共通要素 3	リスキル・学びなおし	経営環境の急激な変化に対応するためのリスキングの必要性が高まっている
共通要素 4	従業員エンゲージメント	従業員がやりがいや働きがいを感じ、能力を十分に発揮する等の環境を整備し、組織や人材の変化に対応し、維持していくことにより、経営戦略の実行力を十分に確保する必要がある 従業員という側面だけにとどまらず、個人の多面的な well-being を尊重する価値観の広がりにも適応する必要がある
共通要素 5	時間や場所にとらわれない働き方	多様な働き方と生産性のバランスをどうとるか、いかに両立するか、という命題に自社としてのスタンスを示す必要がある

4. 実践と開示の統合を図る経営陣の役割

「戸惑い」をなくすための特効薬は、「決めること」です。
決めずに戸惑っているとストレスが募り、組織の軋轢のような負のマグマも溜まります。
決めてしまえば、その部分のストレスはなくなります。

人的資本経営というテーマは、全てを完璧に消化して取り組もうとすれば、範囲も広く、課題の山積している様が透けて見え、非常に高いハードルを課されているように見えます。

それを国等から示される外圧としてみるならば、放っておきたくもなります。他社事例が積みあがるまで、法定開示だけ大過なく進めておくに留めたくもなります。

しかし、本当にそれでよいのでしょうか。

人的資本を含め、非財務情報の開示を重視する方向に舵を切ったのは、上場企業が四半期開示をはじめとした短期的な業績の追及に目を奪われ、持続的で長期的な成長に必ずしもつながっていないのではないか、という問題意識が発端であったといえます。

ESGの側面を資本市場が重視する姿勢が明らかになり、企業が大きな行動変革を迫られる動きは、もはや止められません。このうねりをとらえ、波に乗るかどうかが決めるべきテーマの一つが、人的資本経営です。

会社として、開示の元となる実践に慎重であれば、開示内容は細いままとなります。

既に述べたように、資本市場は、人的資本に関する情報開示の充実度や巧拙に反応する蓋然性があります。この状況では、人的資本経営への取り組みに動き出さないことがリスクです。

他方、自社の現状を顧みたと、より優先すべき課題が他に目につくこともあるかもしれません。短期業績にばかり目を奪われるなどいっても、短期業績を積み重ねてこそ中長期の展望がひらくこともまた事実です。とりわけ対象が「人」ですから、外圧に押されて拙速に動き出すのはリスクが高く避けるべきかもしれません。

この決断ができるのは、経営陣において他にありません。

経営陣が、このテーマを「新しい開示」ととらえ、人事部門とIR部門に対応を指示するに留まると、大きなテーマとしての人的資本経営への取り組みについては、決断を保留したことになります。保留の状態が開示の対応にあたる人事部門には、戸惑いとストレスが残り続けることになるでしょう。

こうした事態を避けるためにも、経営陣も人的資本経営について基本的なことを理解する必要があります。基本的な理解をしたうえで対処方針を決め、人事部門とIR部門にすみやかに指示を出すべきテーマと考えます。

この決断をすべき経営陣に、おさえておいていただきたいことがあります。

人的資本経営では、企業の「人に関するパーパス」が問われるということです。開示は、株主・投資家に向けたものですが、人的資本に関する情報開示の場合、株主・投資家だけでなく、一般の労働者や学生、さらには従業員も、開示した情報に注目するようになると考えられています。もちろん従業員は「実践」のただなかにながら、「開示」も目にするようになります。

つまり人的資本に関する情報開示によって、あらゆるステークホルダーが企業の人に対する姿勢や本音を読み取ろうとするようになるのです。経営陣は、この点をふまえて対処方針を決めるべきと考えます。

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

- 「伊藤レポート3.0(SX版伊藤レポート)」(2022年)経済産業省
- 「人材版伊藤レポート2.0」(2022年)経済産業省
- 「価値協創ガイダンス2.0」(2022年)経済産業省
- 「人的資本可視化指針」(2022年)内閣官房

ブームの踊り場に来た ESG 投資①

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、相対パフォーマンスでも冴えない状況です。また、実際は異なるにも関わらず 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。今月と来月の二回に分けて、ブームの踊り場に来た ESG 投資の課題について検討します。今月は ESG 投資のパフォーマンスについて考えます。

1. 逆風が吹く ESG 投資

今年に入り ESG 投資に逆風が吹いています。インフレやロシアのウクライナ侵攻による世界的な地政学リスクの高まりを受けた市場の混乱は、とりわけ化石燃料セクターへの投資を抑制していた ESG 投資に対して冷水を浴びせる結果となったようです。また、実態を伴わないのに 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。

個人投資家の注目を集めていた ESG 投信の設定ペースも鈍化しており、ブームの後退を感じさせられます。ESG という名称を含む追加型株式投信の設定本数は、2021 年は 21 本でしたが、今年 10 月までで 6 本と激減しています。設定本数の減少だけでなく、個々の投信への資金フローも厳しくなっているようです。

パフォーマンスにも変化が見られます。図表 1 は代表的な 4 つの ESG インデックスについて、対親指数（ESG インデックスの投資ユニバースになっている指数）での超過収益を示したものです

(図表 1) ESG インデックスのパフォーマンス



出所：Bloomberg より筆者作成

これらの内外 4 つの ESG 指数について親指数に対する超過収益の推移を見たところ、指数によっても異なりますが、概ね 2019 年ごろまでは超過収益が順調に積みあがってきたのが、2020 年以降伸び悩み、あるいは超過収益がマイナスに転じていることがわかります。市場環境の変化が影響していることかもしれませんが、ESG 投資ブームが踊り場に来ているといえるでしょう。

ただし、最近のパフォーマンスがふるわないという事実だけで ESG 投資の有効性を語ることはできません。投資の有効性は長期的な視点で見べきものであり、また数多くのサンプルで調査する必要があります。学術分野ではそうした観点からの調査・研究が数多く行われています。次章では ESG とパフォーマンスに関する学術的な調査結果を見ることにします。

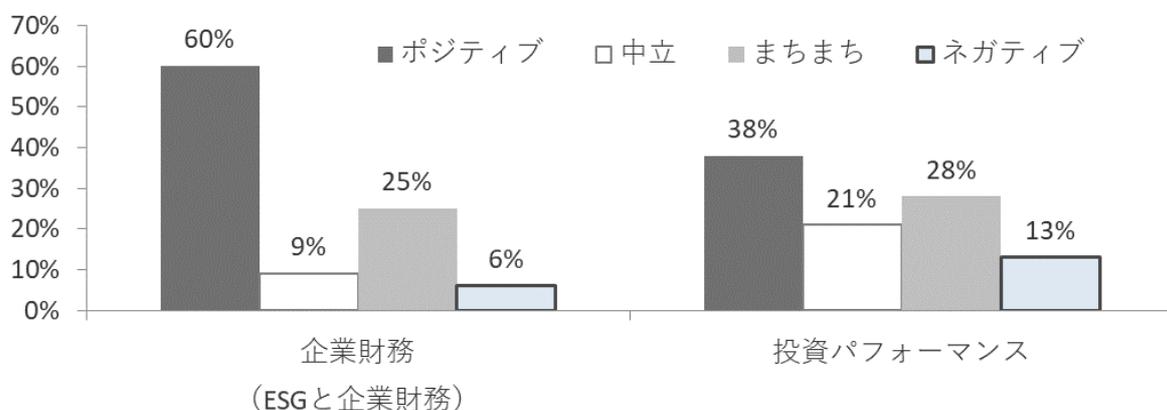
2. ESG とパフォーマンス

(1). 学術調査の結果

ESG とパフォーマンスの関係については、これまで様々な観点で調査・研究がおこなわれてきました。結果はまちまちで、ESG 投資はリターン向上に効果があるとするものもあれば、効果がないとするものもありました。数多くの研究がされる中で、どうやら ESG と企業の財務パフォーマンスの関係を見るのか、それとも投資パフォーマンスを見るのかで結果が異なることがわかってきました。

過去の様々な研究を統合して分析する手法をメタ解析と言ひ、結果の信頼性を高める手段としてよく使われています。過去の研究についてのメタ解析を行った最近の事例として、Atz 他（2022 年）によるものを紹介します。これは 2015 年～2020 年に発表された論文を集めたうえで、ESG と企業の財務パフォーマンスに関する 141 の研究（「企業財務」）と、ESG ファンドや ESG インデックスの投資パフォーマンスに関する 97 の研究（「投資パフォーマンス」）を集計したものです（このほかに気候変動に焦点をあてた研究も集計・分析していますが、本稿では取り上げません）。収集した論文を得られた結論の違い（ポジティブ、中立、まちまち、ネガティブ）で分類・集計した結果を図表 2 に示します。

（図表 2）ESG とパフォーマンス（研究の集計）



出所：Atz 他（2022）より筆者作成

まず、ESG と企業財務については統計的に有意な水準でポジティブな関係がみられることがわかりました。ESG 評価の高い企業は財務パフォーマンスも良好な傾向があるということです。一方で「投資パフォーマンス」については、ポジティブとする研究がネガティブとする研究より多かったものの、ESG 投資のパフォーマンスと、ESG 要素を考慮していない従来の投資との間に有意なパフォーマンス差はみられないという結論となりました。

(2) 結果に違いが生じる理由

ESG 評価の高い企業は財務パフォーマンスも良好な傾向があることが分かったことで、少なくともアナリストの企業評価などにおいては、ESG を考慮することが有効であるといえるでしょう。企業財務の観点で良好な企業であるかどうかという投資判断において、ESG が必要な要素になっていることを示す結果だといえます。

一方で、ESG 投資のパフォーマンスは従来の投資と比較して有意な差を見出すことはできませんでした。言い換えると ESG を考慮したからと言って、例えばその企業の株価パフォーマンスが良くなるとは限らない、ということになります。

ESG と企業の財務パフォーマンスにはポジティブな関係があるのに、ESG 投資のパフォーマンスは従来からの投資と違いが見られなかったのはなぜでしょうか。論文の中で Atz らは以下のような理由が考えられるとしています。

① ESG 投資は様々なアプローチがあり超過収益を目指さないようなファンドもあるため

ESG 投資にはリターン・リスク最大化を目指すものの他、インパクト投資のように投資によるリターンと環境・社会への貢献の両立を目指すファンドなど、様々な目的のものが存在します。こうした投資をまとめて ESG 投資として分析すると、ESG 投資のパフォーマンスについて正しい結果を導き出すことはできないとするものです。

② 市場にストレスがかかった状況でないとパフォーマンスに差が出ないため

ESG 評価の高い企業は一般に市場環境の悪化時に相対的に強みを発揮すると考えられ、そのため ESG 投資はダウンサイドに強いという特性を持つことになります。反面、平時においては従来の投資と差があまりつかないので、統計的には従来の投資との差が出なくなってしまうというものです。

③ データや会計情報が未整備であるため

ESG 評価のデータベースは未整備であるため、ESG 評価に基づくポートフォリオを構築しようと思っても意図通りポートフォリオを構築できない、あるいは限られた視点に基づくものになるというものです。

④ 市場がすでに ESG 要因を織り込んでしまっているため

ESG 評価はすでに市場価格に織り込んでおり、ESG 投資によって超過リターンを上げることはできないとするものです。

⑤ ESG と超過収益の関係を機械的に分析することは様々な意味で誤った結果を導く

例えば、ESG と企業財務の分析は企業間（クロスセクショナル）の分析となっている一方、パフォーマンス分析は一定期間（時系列）の分析となっています。データの質が異なるものの間の関係を機械的に分析しようとするために、うまく結果が出ないというものです。

Atz らの説明には、なるほどと思わせる部分とそうでない部分があります。①については全くその通りで、投資目的や投資制約の条件をそろえたファンド群を抽出して分析すればよい結果が得られるかもしれません。②については今年の市場下落局面で ESG 投資はダウンサイド抑制にはむしろ失敗しており、この説明はちょっと苦しいところです。③は今後の ESG データベースの拡充が必要ではありますが、データが完全に揃っていないくても投資家としてできることはあるのではとも思ってしまう。

④の主張は尤もなことです。ESG 評価と企業財務には関連性があっても、そのことが市場での株価に既に織り込まれていれば、ESG 評価をもとに投資を行っても超過リターンは得られないというわけで、Atz らが調査で見出した結果と整合性があります。もっと深い分析が超過リターン獲得には必要ということでしょう。

⑤については投資実務の立場から見てうなずけるものがあります。ESG と投資パフォーマンスの関係は決して機械的に結び付けられるような単純な関係ではありません。Atz らはその理由をデータの質の違いの問題として説明していますが、これとは別に、次章で投資意思決定プロセスの中で ESG 情報がどのように使われるかを見ながら説明を試みたいと思います。

3. 実務の観点からの説明

(1) 投資プロセスにおける ESG 要素織り込み

ここでは、実際の投資プロセスの中で ESG 要素がどのように意思決定に反映しているかを見ることで、ESG 投資パフォーマンスが従来からの投資と差を見出しにくい理由を探りたいと思います。

図表 3 は株式投資において ESG 要素がどのように企業評価に織り込まれるかを説明するために、その例として弊社のアクティブ株式投資における企業評価プロセスの概略を示したものです。

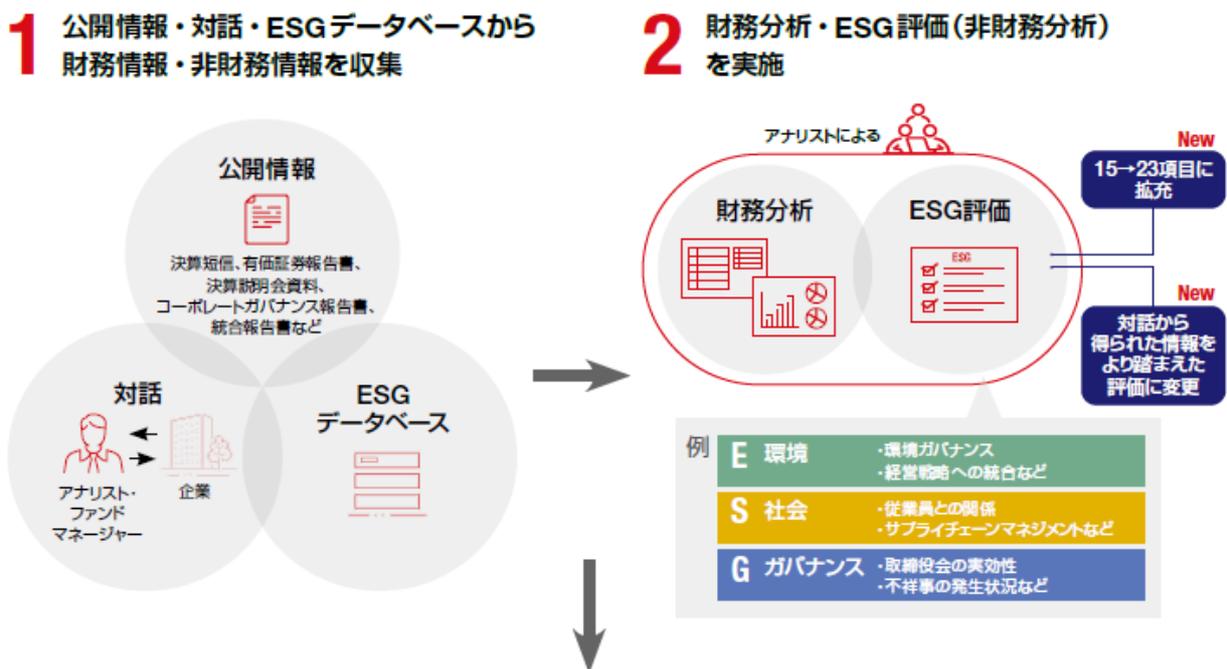
企業価値評価のプロセス全体は 3 つのステップに分かれています。第 1 ステップは財務情報・非財務情報の収集フェーズで、公開情報・企業との対話からの情報に加え、ESG データベースからの情報を収集します。

第 2 ステップでは財務分析及び ESG 評価（非財務分析）を行います。ここで使用される ESG 評価は単純なスコアではなく、20 項目以上の細目に分かれた多様な評価項目です。これは対象企業の業態や特性を勘案した分析を行うためです。

第 3 ステップでは、将来の業績予想・資本コストを算出した上で理論株価を算出します。財務分析の結果はもちろんですが、ESG 要素も含めて将来の業績予想あるいは資本コストに織り込まれます。

以上の説明でお気づきの方もいらっしゃると思いますが、これは従来型の投資における企業価値評価プロセスに ESG 要素の評価を融合させたものになり、投資判断プロセスにおける ESG インテグレーションとも呼ばれます。ESG 投資と言ってもそのプロセスは全く新しいものではなく従来型の投資プロセスの拡張版であり共通する部分も多いのです。

(図表 3) 投資プロセスにおける ESG 要素の考慮



3 業績予想・資本コストを算出 → 将来的な企業価値を算出し、投資判断

ESG 要素について業績予想に織り込むことができる場合には、業績予想に織り込んで算出。外部環境の変化などで業績予想が困難な場合は、割引率(株主資本コスト)に ESG 評価を織り込んで算出。

企業価値に ESG 評価を織り込む方法 (残余利益モデルのイメージ)

$$\text{理論株価}_t = \text{BPS}_t + \sum_{i=1}^{+\infty} \frac{E_t[RI_{t+i}]}{(1+r_e)^i}$$

①業績予想に織り込み

②株主資本コストに織り込み

*BPS…1株あたり株主資本
*RI…残余利益
*r…株主資本コスト

出所：三菱 UFJ 信託銀行、「責任投資報告書 2022」より

(2) ESG 投資プロセスと超過リターン

上記の説明のポイントを整理すると、次の通りです。

A) ESG 投資におけるプロセスは従来型の投資プロセスと共通する部分が多い。

- B) 企業価値評価のプロセスの中で ESG 評価は独立しているのではなく、財務分析や理論株価算出モデルと融合している。
- C) ESG 評価は多面的であり、かつ業態や企業特性を勘案して企業価値評価に反映されている。

A) より、ESG 投資でも従来型投資でもその投資パフォーマンスは類似したものになるだろうということがわかります。限界的にはパフォーマンスに違いが出るでしょうし、市場局面によっては差が大きくなるかもしれませんが、少なくとも傾向は同じになるでしょう。そのため ESG 投資と従来型投資のパフォーマンスを比較しようとしても差が出にくいといえます。

また、B) より、ESG 投資のパフォーマンスから、ESG を考慮したことによる効果を分別することは難しいと言えます。投資パフォーマンスの要因分析で、「ESG 要因」を特定することは難しいのです。これも ESG 投資のパフォーマンスについての議論を困難にしている理由の一つだといえます。

最後に C) より、Atz らの主張した「⑤ESG と超過収益の関係を機械的に分析することは様々な意味で誤った結果を導く」については、両者の間に複雑な投資判断が介在しているからだといえます。

ESG 投資のパフォーマンスについての議論は、テーマとしては非常に興味深いですし、耳目を集めるテーマではありますが、ESG 投資プロセスの実態から考えると、その分析は困難で結論を見出すことは難しいといえるのではないのでしょうか。唯一分析が可能だとすれば、ESG 評価だけをもとにポートフォリオを構成する ESG インデックスに絞り込めば、ある程度分析が可能かもしれませんが（ESG インデックスのパフォーマンスについての議論は別の機会に譲りたいと思います）。

(3) ESG 投資組み入れの考え方

ESG 投資のパフォーマンスについての議論は、今後も含めて結論を見出すことは容易ではないと思われます。それでは、「ESG 投資を組み入れるべきかどうか」という問いに、どう答えていけばよいのでしょうか。

これに対する回答は、「従来型の投資と同様に、個々のファンドについて投資目標（超過リターン）達成の蓋然性を判断する」となります。ESG 投資と言っても、そのプロセスは従来型の投資の拡張版です。ESG 評価がどのように企業評価に織り込まれるか、最終的にどう投資判断されるかについて、マネジャーからヒアリングし、目標達成の蓋然性が高いかどうか、また競合する類似のファンドとの比較ではどうか、といった観点で検討することになります。

4. 従来型投資と ESG 投資の融合

明示的に ESG を謳っていないファンドであっても、中長期の持続的成長を図るため、投資意思決定に何らかの形で ESG 要素を考慮に入れる、あるいは無意識のうちに ESG 要素を考慮しているケースがあります。株式投資に限らず、債券投資でも社債投資などでは ESG 要素を

考慮したリスク判断がされるようになってきているものもあります。その意味で ESG 投資と従来型投資を隔てる壁はあいまいになりつつあります。従来型投資と ESG 投資の融合が進みつつあるといってもよいでしょう。

例えば、企業年金連合会は 2021 年度運用状況報告の中で、『現在のポートフォリオを ESG 投資の手法に基づき分類してみると、内外株式のアクティブ運用は「ESG インテグレーション」、パッシブ運用は「エンゲージメント」となり、内外の債券運用ではグリーンボンドやソーシャルボンドへの投資も行っている。』としています。連合会ではオルタナティブ投資における ESG 投資も含めると年金資産全体の 4 割程度が ESG 投資と言えるとしています。連合会の分類で考えると、アセットオーナーは（意識するしないにかかわらず）ESG 投資をかなり組み入れていることとなります。

このように、新たな投資の考え方が従来の投資に融合しながら投資実務に浸透していく事象は過去にもありました。現在でこそ投資において企業の財務分析を行うのは常識ですが、1920 年代頃の株式市場は、財務分析は重視されず投機的なマーケットだったようです。

初めて投資における財務分析の考え方を持ち込んだのは、後に「バリュート投資の父」と呼ばれ、ウォーレン・バフェットの育ての親としても有名になったベンジャミン・グレアムです。彼は 1934 年に同僚のデヴィッド・ドッドとともに『証券分析』を、1949 年には「賢明なる投資家」を出版し、投資判断にそれまでにない視点を持ち込んだのです。当時はおそらく新規の投資アイデアであり懐疑的に見る人も多かったのではないかと思います。今では財務分析の必要性を疑う人はいないでしょう。

ESG 投資も同じような流れをたどるのではないのでしょうか。人類の経済活動が地球規模に拡大した結果、投資において ESG を考慮することが持続的な成長維持に欠かせないからです。また、そのパフォーマンスに関して懐疑的な人も多い ESG 投資ですが、財務分析が投資判断におけるスタンダードになった経緯を考えると、ESG 要素の考慮も投資実務に定着していくものと予想しています。ESG の考慮が投資において常識になった場合は、ESG 投資をあえて名乗る必要はなくなります。これは、「証券分析投資」とか「財務分析投資」と名乗るファンドがもはや存在しないことから言えるでしょう。将来的には ESG は常識となり、ESG をファンドで謳うこともなくなるかもしれません。

代わって「サステナビリティ」が注目される可能性があります。ここでいう「サステナビリティ」とは企業活動が環境や社会に与える影響が持続可能なものであることを指しています。さらに、環境や社会に特定の影響を与えることを「インパクト」と言いますが、インパクトを目的とする投資も広がっています。欧米では、サステナビリティやインパクトを軸に投資商品を区分し開示ルールを定める動きがあります。今回はそれらについて解説します。

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。

<参考文献>

Ulich Atz, Tracy Van Holt, Zongyuan Zoe Liu and Christopher C. Bruno, “Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-Analysis, and Propositions”, Journal of Sustainable Finance and Investment 19 Aug, 2022 SSRN=3708495

円安

円安について書こうとした途端、急激に円高に振れた。もっとも、本稿は、相場の動向を予測するわけではないので、目先の変動は気にかけず話を進めたい。

言うまでも無く、為替レートは交換レートである。1 円で何ドルあるいは 1 ドルで何円買えるかという点では株価と同じと考えて良い。その株主価値（株式時価総額）は、理論的には「企業価値（当該企業の将来キャッシュ・フローの現在価値）－負債価値」とされ、将来キャッシュ・フローは企業の予想収益であり、現在価値への換算においてはその時点の金利が重要な要素となる。ただし、株価決定においては 2 つの要因のうち、金利より予想収益のほうが大きな影響を及ぼすと考えられる。一方、為替レートは 2 国間の金利が大きな影響を与えることになるが、株価における将来キャッシュ・フローに相当するその国の現在及び将来の国力も評価の要素となっているはずだ。

株価に関しては、一般的には多くの人が上昇を望むであろう。株主は資産が増加するし、株式を保有していない人も株価の上昇で間接的に恩恵に浴することが期待できるからだ。企業でも株価の上昇を経営目標とすることは少なくない。これに対し、為替の場合は考え方が一様ではないようだ。頭の構造が単純な筆者は、円建て資産の価値上昇につながるため、株価同様に円は高い方が望ましいと信じているが、輸出企業を中心とした企業が恩恵を受ける円安が望ましいと考える人もいる。しかし、株価にせよ為替にせよ、基本的にはファンダメンタルズを反映するため、現状の水準もある程度は実態を反映しているはずだ。しかも、その水準が従前と比べて大きく変動しているという事実は見過ごせない。

筆者には為替水準の大幅な変動は、世の中を変えることにもなりかねないという思いがある。国際協調によってドル安を是正しようとするプラザ合意後の 1986 年当時、筆者はアナリストとして鉄鋼や機械などの業種を担当していた。当時、当該業種では多くの企業が赤字に転落するなど円高に苦しんでいたのだが、不思議なことに財政状態に関してはあまり悪化していないことに驚いた記憶がある。本来、業績が低迷すれば資金繰りが悪化し、借入金が増加するのが普通だが、むしろ借入金が増えている企業が多かったのである。当時はキャッシュ・フロー計算書がないこともあり、詳細な分析は困難であったが、輸入原材料などの支払いが減少していたことが原因と考えられる。その後、過剰流動性でバブルが発生することになるのだが、過剰流動性を発生させる一因も大幅な円高にあったと考えてよいのではないだろうか。

為替変動の影響は輸出入、金融、不動産取引など多岐にわたって極めて大きな影響を与えることになる。今般の円安が後々大きな影響を及ぼすのか否か、また、良い影響であるのか悪い影響なのかよく分からない。ただ、政策当局には為替変動がもたらす影響を正確に分析し、適切な経済運営を行っていくように願いたい。

2022 年 11 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