

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2023 年 7 月号

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



《調査レポート》 2022 年度「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ(人的資本編)」の 追加調査結果(クロス集計版)	年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	1
《誌上年金カレッジ》 年金ALM分析～③総合分析と実施時期について～	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 尾台 沙綾	10
《パーパス経営的人事考 その 7》 日本の企業社会・労働市場の転換点となるか 二つの公表文書を手掛かりとした思考実験	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	14
《サステナブル投資》 GFANZ の設立とその後	サステナブルインベストメント部 岡本 卓万	21
《時事のつぶやき》 バブル相場の思い出	アナリスト 久野 正徳	30

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>

2022 年度「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）」の追加調査結果(クロス集計版)

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

弊社と三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社（以下「MURC」）は、2022 年 11 月に「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）」を実施し、本誌 3 月号で調査結果概要を、本誌 5 月号では従業員規模別および製造業・非製造業別による詳細分析結果を報告しました。

今般、人的資本経営の推進とその情報開示への関心が高まっていることを踏まえ、追加調査（クロス集計）を行いましたので、その中から「人的資本経営の考え方と情報開示への対応状況」についての分析結果をお伝えします。

1. 第 4 回調査の目的と概要（再掲）

雇用形態が多様化し働き方に対する意識が変化する中、「人的資源（human resource）」から「人的資本（human capital）」への考え方の変化に着目し、人的資本経営への取組状況や開示方針を中心に、また、近年増加傾向にある「定年延長」の実施動向等について、調査を実施しました（図表 1）。

（図表 1）「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）」の調査項目と実施概要

調査項目	実施概要
(1) 人的資本経営の考え方と情報開示への対応状況	✓ 人事戦略上、重視する取組課題、従業員エンゲージメント向上施策 ✓ 人的資本の情報開示と予定項目、株式報酬制度の実施状況等
(2) After コロナとワークプレイスの考え方	✓ テレワークの動向、転勤の有無や勤務地限定正社員制度の実施状況
(3) 福利厚生関連制度の動向	✓ 寮社宅の拡張、縮減の傾向等
(4) 定年延長と 70 歳までの就業機会確保措置の取組状況	✓ 現行定年と今後の定年延長の意向、定年延長の実施理由と課題 ✓ 70 歳までの就業機会確保措置の取組状況

【アンケート調査概要】第 4 回人事・退職給付一体サーベイ「人的資本編」

- 実施期間：2022 年 10 月 31 日～12 月 9 日
- 対象企業：弊社の企業年金お取引先
- 回答企業：253 社
- 実施方法：Web アンケートへの回答
- 設問数：42 問（業種・従業員数等の基本属性の設問を含めて）

出所：弊社と MURC 「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～詳細版～」 （2023.4.3）

2. アンケート参加企業の概要（再掲）

本アンケートにご回答いただいた企業（253社）の内訳は、①製造業 96社（37.9%）、非製造業 157社（62.1%）、②従業員数 3,001人以上が 47社（18.6%）、1,001人以上 3,000人以下が 70社（27.7%）、1,000人以下が 136社（53.8%）です（図表 2）。

（図表 2）アンケート参加企業の概要

（従業員数）	製造業		非製造業		合計	
1,000人以下	53社	20.9%	83社	32.8%	136社	53.8%
1,001～3,000人	26社	10.3%	44社	17.4%	70社	27.7%
3,001人以上	17社	6.7%	30社	11.9%	47社	18.6%
合計	96社	37.9%	157社	62.1%	253社	100.0%

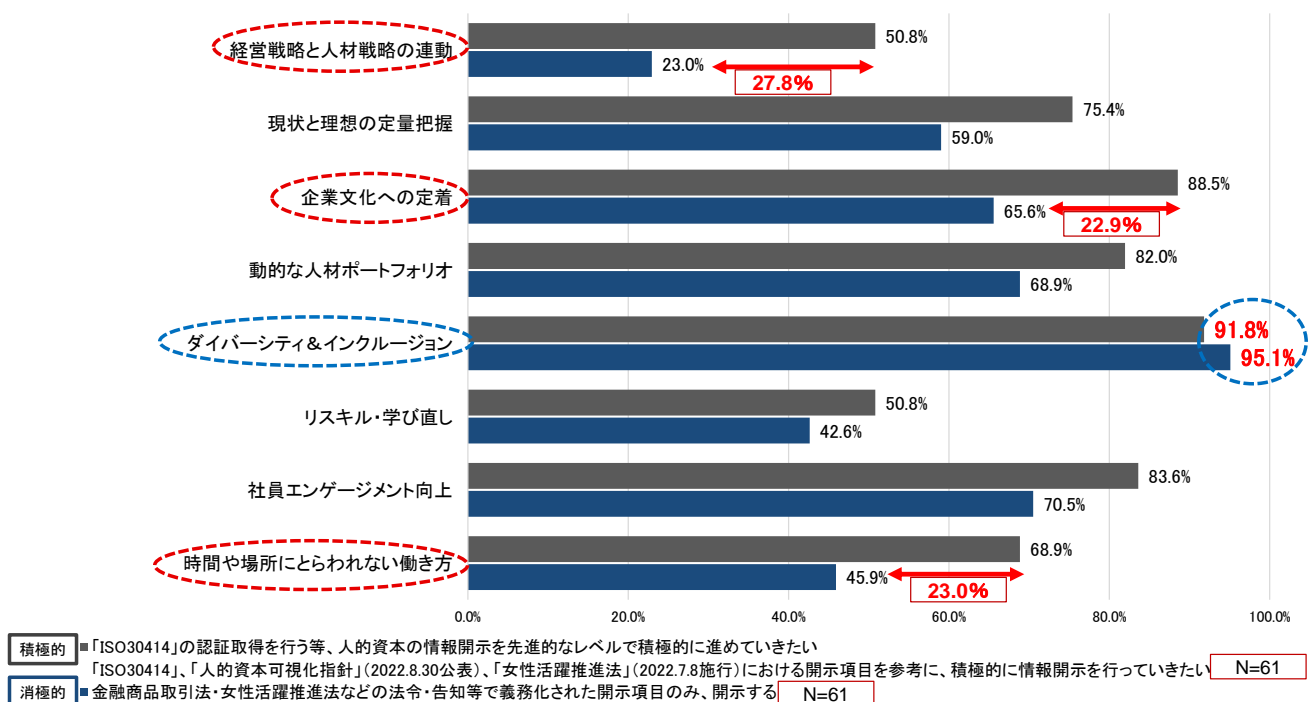
出所：弊社と MURC「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～詳細版～」（2023.4.3）

3. 人的資本経営の取組と情報開示スタンスの関係性

経営環境が変化する中、人事戦略を経営戦略と連動させ、人的資本の側面から企業価値の向上と企業変革をリードすることが求められています。

そこで、人的資本経営の推進における顧客動向を把握するため、「人的資本経営推進のための取組項目」と「人的資本の情報開示スタンス」との関係性について、クロス集計を実施しました。具体的には、人的資本の情報開示スタンスの回答結果を「積極的（法律で義務化された項目以上に開示）」と「消極的（法律で義務化された項目のみ開示）」に分類し、「人的資本経営推進のための取組項目」ごとに集計しました（図表 3）。

（図表 3）「人的資本経営推進のための取組項目」と「人的資本の情報開示スタンス」のクロス集計結果



出所：弊社と MURC「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～クロス集計版～」（2023.6.20）

その結果、人的資本の情報開示に「積極的」な企業では、人的資本経営推進のための取組として、経営と社員双方に深い関与や意識変革が求められる「経営戦略と人材戦略の連動」「企業文化への定着」「時間や場所にとらわれない働き方」が、「消極的」な企業と比較して、それぞれ 20.0%ポイント以上の大きな差があることが示されました。

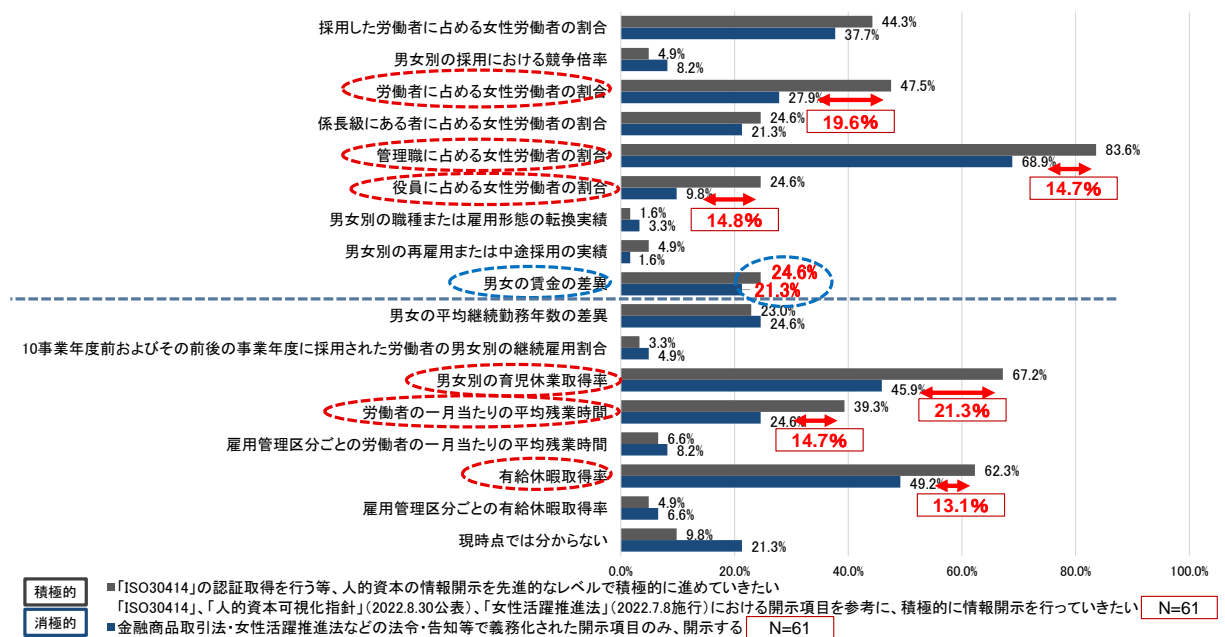
人的資本経営を推進するためには経営戦略と人材戦略を連動させること、企業と従業員のパーパス（目的・目標）のベクトルを合わせることなどが重要と考えますが、情報開示に「積極的」な企業ではこういった対応を重視している姿勢が伺えます。

一方、「ダイバーシティ&インクルージョン」への取組については、情報開示に「積極的」「消極的」な企業ともに 90%超と高い結果でした。これは、企業の社会的責任の高まりと労働力不足を背景に、企業が当テーマに関する取組み機運を高めてきた結果と推察されます。

4. 女性活躍推進法開示項目の KPI と情報開示スタンスの関係性

次に、女性活躍推進法の開示項目について、情報開示スタンスによる違いをクロス集計により分析しました。具体的には、「女性活躍推進法での開示項目のうち KPI として設定している項目」の回答結果を、人的資本の情報開示に「積極的」な企業と「消極的」な企業とで分類、集計しました（図表 4）。

（図表 4）「KPI として設定した女性活躍推進法の開示項目」と「情報開示スタンス」のクロス集計結果



出所：弊社と MURC 「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～クロス集計版～」（2023.6.20）

その結果、人的資本の情報開示に「積極的」な企業では、「労働者・管理職・役員に占める女性労働者の割合」および「労働日数・時間に関する項目（男女別の育児休業取得率^{注1}・労働者の一月当たりの平均残業時間・有給休暇取得率）」を KPI に設定している比率が、「消極的」な企業に比較して、それぞれ 10%ポイント以上の差があることが示されました。

前述のとおり、「ダイバーシティ&インクルージョン」への取組については開示スタンスの違いによる差はほとんどありませんでしたが、KPI としての設定の有無については、開示スタンスによる違いが反映されているということです。

また、女性活躍に関する項目の中では、「管理職に占める女性労働者の割合」が、情報開示に「積極的」な企業で 83.6%、「消極的」な企業でも 68.9%とそれぞれ最も高い割合を示しました。一方、「役員に占める女性労働者の割合」については、情報開示に「積極的」な企業で 24.6%、「消極的」な企業でも 9.8%と、共に他の項目と比べて低い割合でした。

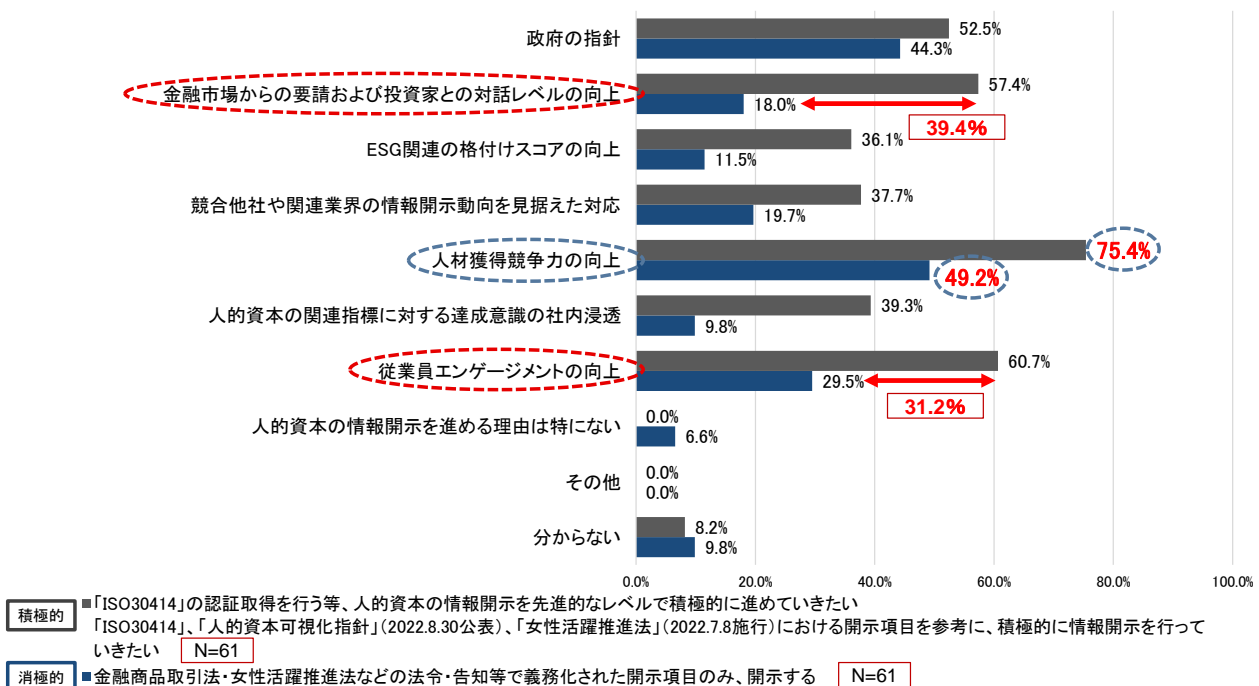
情報開示に「積極的」「消極的」いずれの企業も、まずは女性管理職の比率を上げてから、女性役員の比率を上げていこうとするものと考えられます。

更に、「男女の賃金の差異」^{注2}は情報開示のスタンスに関わらず、それぞれ約 20%という低い水準でした。これは、2022 年 7 月 8 日の女性活躍推進法の改正により「男女の賃金の差異」の開示が義務化されましたが、本アンケート実施時（2022 年 10～12 月）にはまだ日が浅く、KPI として設定するまでに至っていなかったためと考えます。今後は、「男女の賃金の差異」を KPI として設定する企業が増えるものと思われま

5. 人的資本の情報開示理由と情報開示スタンスの関係性

人的資本の情報開示の理由と情報開示スタンスの違いによる分析を行いました。具体的には、人的資本の情報を開示する理由にかかる回答結果を、人的資本の情報開示に「積極的」な企業と「消極的」な企業とで分類、集計しました（図表 5）。

（図表 5）人的資本の情報開示理由と情報開示スタンスの関係性



出所：弊社と MURC「第4回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～クロス集計版～」(2023.6.20)

その結果、人的資本の情報開示に「積極的」な企業では、「金融市場からの要請および投資家との対話レベルの向上」「従業員エンゲージメントの向上」を開示理由・期待効果として挙げている比率が、「消極的」な企業と比較してそれぞれ 30%ポイント以上の差があることが示されました。

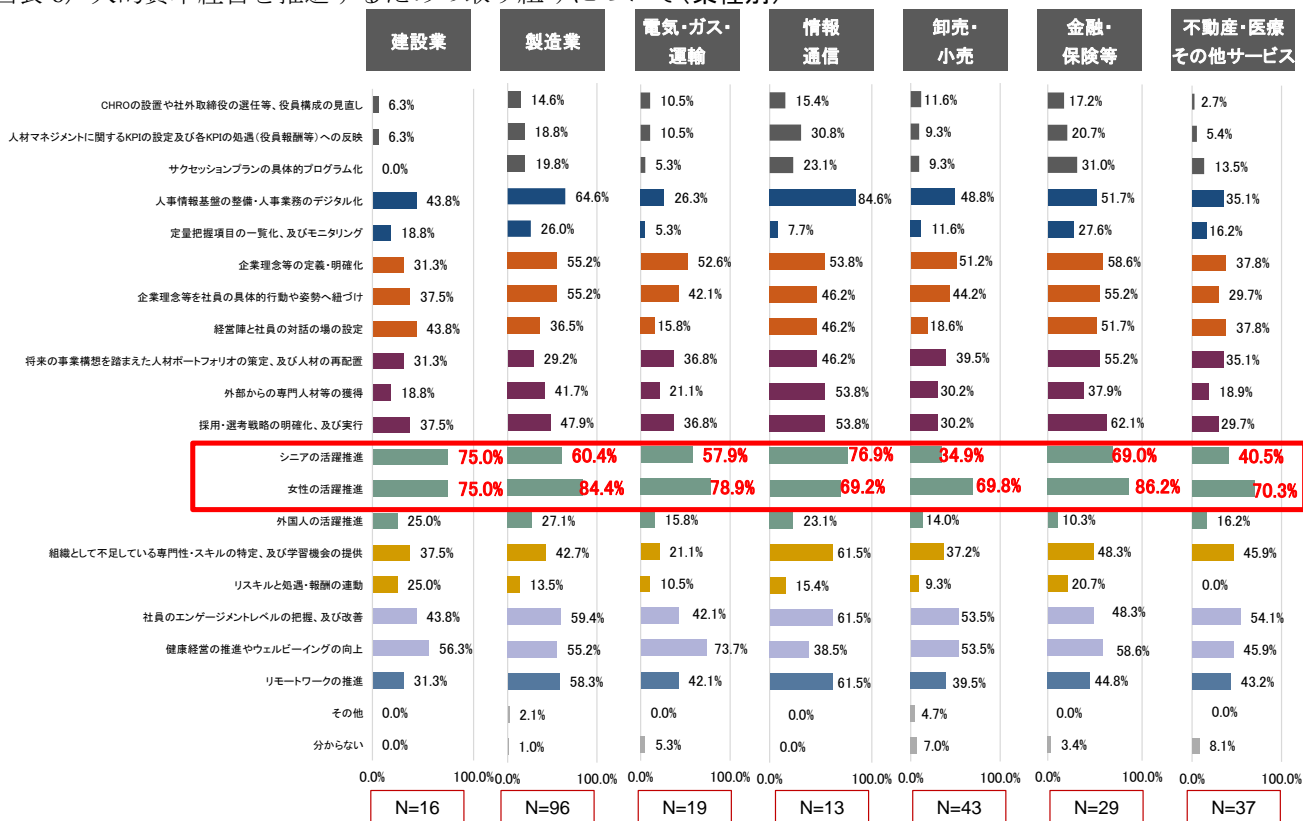
これは、情報開示に「積極的」な企業では、外部に対しては投資家・ステークホルダーへのアピールによる市場評価の向上、内部に向けては「従業員エンゲージメント」の向上を目的としているものと考えられます。

一方、「人材獲得競争力の向上」は、情報開示スタンスに関わらず、「積極的」な企業で 75%超、「消極的」な企業でも 49.2%と、人的資本の情報開示をする理由の中で、それぞれ最も高い結果でした。これは、労働力不足等を背景に、情報開示スタンスに関わらず、人材獲得上ポジティブな効果を期待していることが伺えます。

6. 人的資本経営の取組にかかる業種別動向

人的資本経営を推進するための取組を業種別に集計した結果、全ての業種において、「女性の活躍推進」と「シニアの活躍推進」が高い結果でした（図表 6）。これは、労働力不足等を背景に、どの業種においても、女性とシニアの活用が必要となっているためと考えます。

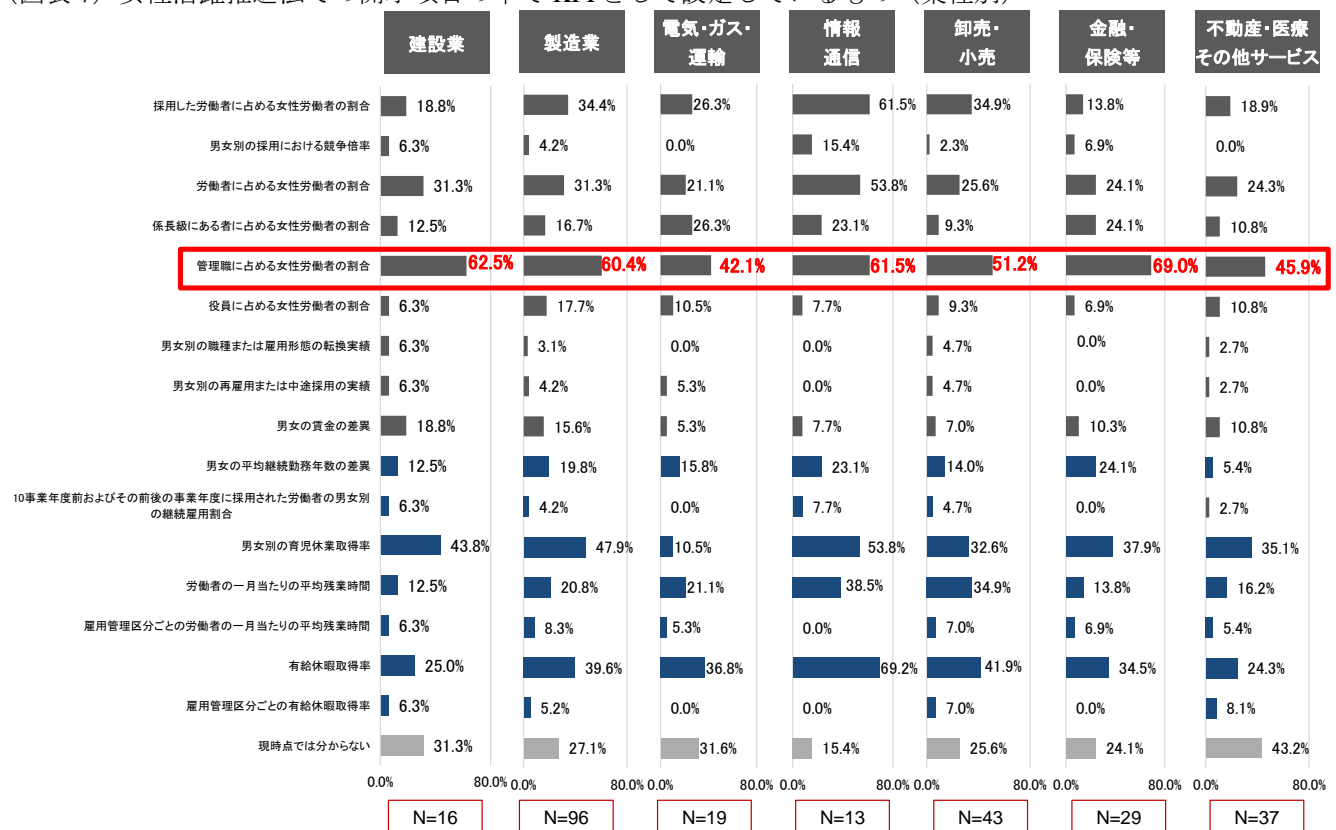
（図表 6）人的資本経営を推進するための取り組みについて（業種別）



出所：弊社と MURC「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）〜クロス集計版」（2023.6.20）

また、女性活躍推進法での開示項目の中で KPI として設定しているものを業種別に集計した結果では、全ての業種において、「管理職に占める女性労働者の割合」が高い結果でした（図表 7）。その他、「男女別の育児休業取得率」「有給休暇の取得率」も高い結果となりました。これは、ダイバーシティ&インクルージョンへの取組並びに政府の方針を受け、全ての業種において、女性管理職の比率を高めることが求められているためと考えます。

（図表 7）女性活躍推進法での開示項目の中で KPI として設定しているもの（業種別）



出所：弊社と MURC「第 4 回人事・退職給付一体サーベイ（人的資本編）～クロス集計版」（2023.6.20）

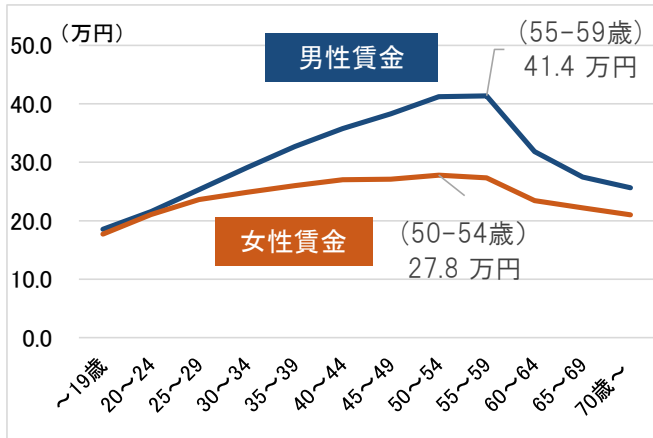
7. 分析結果からの考察

男女間の賃金格差の要因については、「勤続年数」「役職者の割合」「非正規雇用者の割合」の3つであるとされています^{注3}。

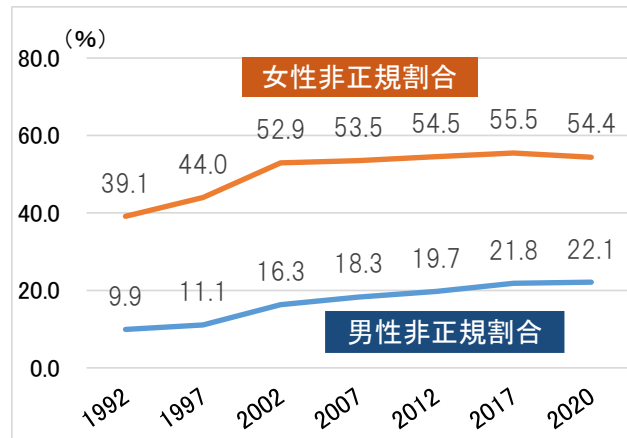
厚生労働省「令和3年賃金構造基本統計調査」によると、男女の賃金差は30歳代から徐々に大きくなり、最大で、男性の41.4万円に対して女性27.8万円の差となっています（図表8の左）。また、非正規社員の割合について、総務省「平成24年就業構造基本調査」等によると、1992年に、男性9.9%に対して女性39.1%と29.2%ポイントの差であったものが、2020年では男性22.1%に対して、女性54.4%と32.3%まで差が大きくなっており、女性の非正規就業率の割合が高くなっていることが分かります（図表8の右）。

女性就業者数における役職者の割合について、内閣府「男女共同参画白書（令和3年版）」によると、課長級11.5%、部長級8.5%、役員6.2%となっています（図表9）。国際的に見ても、日本の女性就業者における管理職の割合は13.3%と低い状況です（図表10）。

(図表 8 の左) 年齢階層別の男女賃金

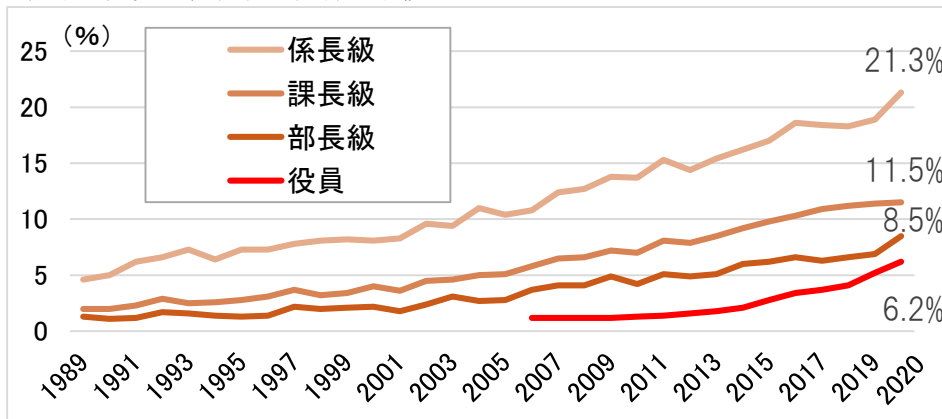


(図表 8 の右) 男女別非正規雇用の割合



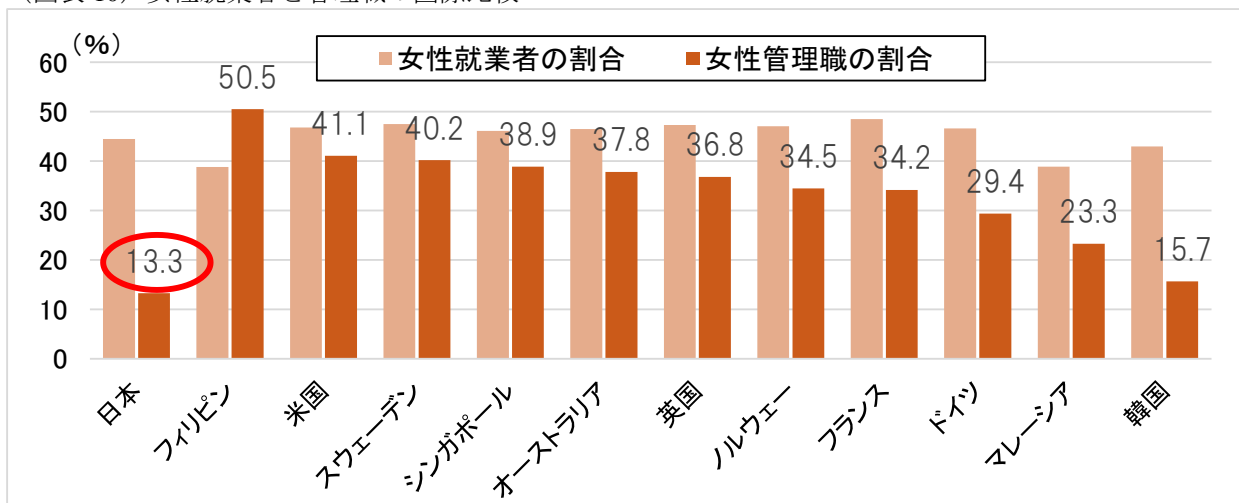
出所：左図表：厚生労働省「令和3年賃金構造基本統計調査の概要」第2表、右図表：2002年までは総務省「平成24年就業構造基本調査結果(要約)」図7、2007以降は厚生労働省「令和2年働く女性の実情」図表1-2-12より筆者作成

(図表 9) 女性役職者の割合の推移



出所：内閣府「男女共同参画白書(令和3年版)」I-2-12、I-2-13 図より筆者作成

(図表 10) 女性就業者と管理職の国際比較



出所：内閣府「男女共同参画白書(令和3年版)」I-2-14 図より筆者作成

今年 6 月 21 日「世界経済フォーラム (WEF)」^{注6}が、世界各国の男女平等の度合いを数値化した「ジェンダーギャップ指数 2023 年版報告書」^{注7}を発表しました。男女が完全に平等な状態 (同等性) を 100% とした場合の全世界の達成率は 68.4% でした。日本は 64.7% で、対象 146 カ国中 125 位でした。指標は、「経済」「教育」「健康」「政治」の 4 分野について詳細項目毎に指数化して算出しています。日本は「教育」99.7%、「健康」97.3% では高い数値が示され、男女同等と評価されましたが、「経済」56.1%、「政治」5.7% では男女格差が大きいことが示されました (図表 11)。

日本の「経済」56.1% (123 位) については、①労働参加率の男女比 75.9%、②同一労働における男女の賃金格差 62.1%、③勤労所得の男女比 57.7%、④管理的職業従事者の男女比 14.8% と、特に④の女性管理職比率が低い数値でした (図表 12)。

政府は、今年 6 月 13 日「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023 (女性版骨太の方針 2023)」^{注8}を公表し、東証プライム市場上場企業を対象に、①2025 年を目途に女性役員を 1 名以上選任するよう努める、②2030 年までに女性役員比率を 30% 以上とする、との数値目標を設定しました。

女性の就労意識と育児休業法等の環境整備により、女性の出産・育児等で中途退職する割合が減少し、正社員としての勤続年数が伸びてきており、いわゆる M 字カーブ^{注4}と L 字カーブ^{注5}については改善傾向にあります。今後、若い世代での正規社員の割合が増加することで将来的に非正規雇用者の割合も徐々に改善していくものと考えます。そのため、女性管理職の割合を上げていくことが、男女間の賃金格差の解消につながっていくものと考えます。

(図表 11) 日本の指標別達成率と順位

【指標】	Global Gender Gap Over all Index	全体	64.7%	125位
Sub Index 1	Economic Participation and Opportunity	経済	56.1%	123位
Sub Index 2	Educational Attainment	教育	99.7%	47位
Sub Index 3	Health and Survival	健康	97.3%	59位
Sub Index 4	Political Empowerment	政治	5.7%	138位

出所：World Economic Forum 「Global Gender Gap Report 2023」 p217 JAPAN より筆者作成

(図表 12) 日本の経済指標にかかる内訳別の達成率と順位

【経済指標】	Economic Participation and Opportunity	56.1%	123位
①労働参加率の男女比	Labour-force participation rate(%)	75.9%	81位
②同一労働における男女の賃金格差	Wage equality for similar work	62.1%	75位
③勤労所得の男女比	Estimated earned income	57.7%	100位
④管理的職業従事者の男女比	Legistlators, senior officials and managers	14.8%	133位

出所：World Economic Forum 「Global Gender Gap Report 2023」 p217 JAPAN より筆者作成

本調査結果から示されたように、「ダイバーシティ&インクルージョン」への取組みと「女性活躍の推進」が、人的資本経営の推進の中でも重要な役割を占めています。政府は、「女性

活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」^{注8}の中で、「女性の所得向上と経済的自立に向けた取組の強化を行う」としています。

また、政府は「こども未来戦略方針」^{注9}を公表し、この中で男性の育児休業取得率の現行政府目標（2025年までに30%）を、2025年に公務員85%（1週間以上の取得率）、民間50%まで引き上げ、さらに、2030年には、公務員85%（2週間以上の取得率）、民間85%とする数値目標を明示しました。男性の育児休業取得を推進することにより、女性の就労環境を支えていくものです。企業においてはより一層、男女ともに働きやすい環境の整備と人事制度、従業員への処遇の在り方が求められていくものと考えます。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注1：「男性育児休業取得率」については、「育児・介護休業法の改正（2023年4月）」により、常用労働者数1000人を超える企業について次の①又は②の公表が義務付けられた。①男性の育児休業等の取得率、又は②育児休業等と育児目的の休暇の取得率。取得率とは、雇用する男性労働者であって配偶者が出産したものの数に対する、育児休業等を取得した男性労働者の割合。公表時期は2023年4月1日からであるが、公表するのは「公表を行う日の属する事業年度の直前の事業年度」の取得率である。そのため、事業年度が4月1日～3月31日の企業の場合、2023年度に公表するのは2022年4月1日～2023年3月31日の取得状況であるため、事前の準備が必要。

注2：「女性活躍推進法の改正（2022年7月8日施行）」により、常用労働者数300人を超える企業では、男女の賃金差異について、「全労働者」「正規雇用労働者」「非正規雇用労働者」の3区分に分けて、男性の賃金に対する女性の賃金の割合を企業単体ごとに開示することが義務付けられた。なお、101人以上の企業については、任意の開示項目とし、施行後の状況等を踏まえ検討を実施。

注3：内閣府「令和4年度年次経済財政報告」（2022年7月）p9、男女間の賃金格差の背景には、①女性の方が正規雇用、高い職位のシェアが少ないこと、正規の平均勤続年数が短いこと、②女性の方が正規雇用での就業や年齢の上昇による賃金増加程度が小さいこと等が挙げられている。（<https://www5.cao.go.jp/keizai3/2022/0729wp-keizai/setsumei00.pdf>）

注4：女性の年齢階級別の労働力率（15歳以上の人口に占める働く人の割合）は、20歳代では就業率が高く出産・育児期の30歳代で就業率が下がり、子育てが一段落した40歳代で再び就業率が上昇する。これをグラフに表すと、丁度アルファベットの「M」に似た曲線を描くことから「M字カーブ」と呼ばれる。近年、育児休業法の女性の働く環境の整備等により30歳代で就業率の低下が改善されてきている。

注5：女性の年齢階級別の正規雇用労働者比率を示す指標を表すもので、20代後半にかけて上昇し30代から低下を辿る形状がアルファベットの「L」に似た曲線を描くことから「L字カーブ」と呼ばれる。

注6：世界経済フォーラム（WEF：World Economic Forum）とは、政治、経済、学術等の各分野における指導者層の交流促進を目的とし、グローバルかつ地域的な経済問題に取り組むために設立された非営利団体の国際機関。1971年に経済学者クラウス・シュワブにより設立され、スイスのジュネーヴ州コロニーに本部を置く。国際連合の経済社会理事会のオブザーバーの地位を有し、スイス連邦政府の監督下にあり、最高意志決定機関は31名で構成されるファンデーション・ボード。（https://www.soumu.go.jp/g-ict/international_organization/wef/index.html）

注7：World Economic Forum（WEF）「Global Gender Gap Report 2023」（2023.6.21）p217 Japan
（https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2023.pdf）

注8：内閣府男女共同参画局「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」（2023.6.13）p2
（https://www.gender.go.jp/policy/sokushin/pdf/sokushin/jyuten2023_honbun.pdf）

注9：首相官邸「こども未来戦略方針～次元の異なる少子化対策の実現のための「こども未来戦略」の策定に向けて～」（2023.6.13）p8, p20
（<https://www.kantei.go.jp/jp/content/000129800.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。

年金ALM分析

～③総合分析と実施時期について～

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 尾台 沙綾

前回は「年金 ALM 分析」の第 2 回として、年金 ALM 分析の流れと資産分析・負債分析について解説しました。最終回の今回は、資産分析・負債分析を踏まえた総合分析と、年金 ALM 分析の実施タイミングについて解説します。

1. 総合分析

前回は年金 ALM 分析の一般的な分析手法について、資産分析と負債分析に分け、資産分析では効率的フロンティア（＝同一のリターンに対しリスクが最小となる資産の組み合わせ）の作成方法、負債分析では掛金額・給付額と負債額の将来予測方法や、予測にあたっての留意点を解説しました。

総合分析では、資産・負債双方の分析結果を用い、現状および複数の政策アセットミックス変更案について年金財政の将来をシミュレーションし、将来の積立比率の改善状況や不足金発生リスクなどを比較します。さらにいくつかの評価基準によるリスク検証を行い、総合的な観点でいずれの政策アセットミックス変更案が望ましいのかを判断します。

前述の「複数の政策アセットミックス変更案」については、現状アセットミックスにおける課題や改善点、現状の財政状況等を踏まえ決定します。本稿では、特に目標リターン（政策アセットミックスの期待収益率）の決定に焦点を当てて解説します。

目標リターンは、企業年金制度の長期的な安定運営に必要なリターン水準を把握したうえで決定します。最も一般的なのは、「予定利率＋コスト」水準です。予定利率は保有資産の長期的な期待リターンやリスクを考慮して決定されるため、多くの企業年金が予定利率にコスト（運用報酬や業務委託費）を加味したリターンを目標リターンとして設定しています。

ただし、目標リターンの設定にあたり予定利率以外の要素を検討することも必要です。以下では予定利率以外に検討すべき 2 つの観点を紹介します。

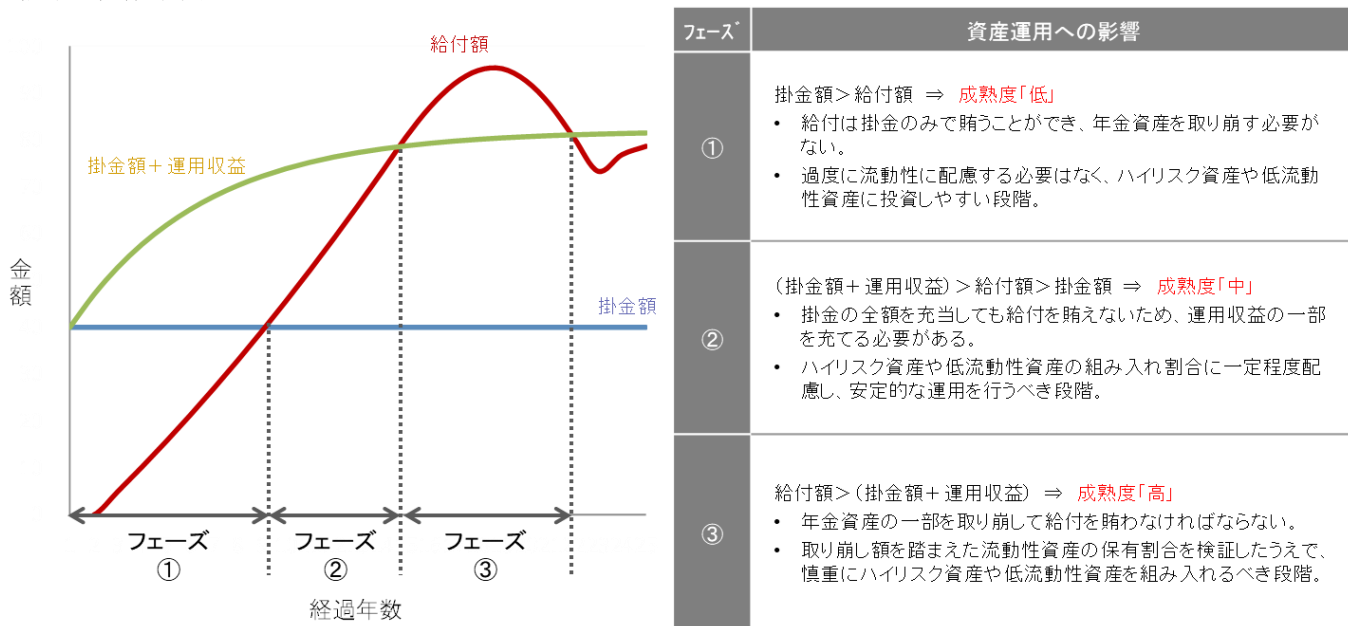
(1) 成熟度の観点

1 つ目は成熟度の観点です。企業年金制度は、発足時点で現役従業員を加入者として積立を行っていきませんが、加入者が退職し受給者が増加していくことで徐々に成熟していきます。成熟度は、このような過程の中で企業年金制度が現在どの位置にあるかを示す指標の一つです。

成熟度を測定する方法として、加入者数に対する年金受給者数の割合（人数ベースの成熟度）、年間の掛金総額に対する給付総額の割合（金額ベースの成熟度）、責任準備金に対する年金受給権者責任準備金の割合（債務ベースの成熟度）などが用いられます。目標リターンの水準を検討する場合、キャッシュフローから年金運用のリスク許容度を測ることが可能なため、金額ベースの成熟度が有効です。

個人の資産運用ではライフステージに応じてリスク資産割合を調整することが考えられますが、企業年金の運用においても同様の考え方が成立します。高齢になり引き出し時期が近づくと守りのポートフォリオが志向されるように、成熟度の高い企業年金制度ではリスクを抑制した運用が志向される傾向にあります。以下、図表 1 を用いて説明します。

(図表 1) 成熟度



出所：筆者作成

図表 1 ではキャッシュフローの推移によって企業年金制度の成熟度を 3 パターンに分類しています。フェーズ①は掛金額 > 給付額となる場合です。このフェーズでは、運用環境の悪化により年金資産が一時的に毀損したとしても、給付を掛金のみで賄えるため回復するまでの時間的な余裕があります。したがって、年金資産の運用において過度に流動性に配慮する必要はなく、ハイリスク資産や低流動性資産に投資しやすい段階と言えます。フェーズ②は給付額 > 掛金額となっているものの、運用収益を考慮するとキャッシュフローが黒字となる場合です。運用収益が下振れると年金資産を取り崩すこととなるため、ハイリスク資産や低流動資産の組み入れ割合に一定程度配慮した、安定的な運用収益の獲得が望まれます。フェーズ③は給付額 > (掛金額 + 運用収益) となる場合です。年金資産を取り崩しながらの運営となるため、過度なリスクをとらないように注意する必要があります。ハイリスク資産や低流動資産については、給付超過による取り崩し額を踏まえて流動性資産を常時どの程度保有すべきかを検証したうえで、慎重に組み入れる必要があります。

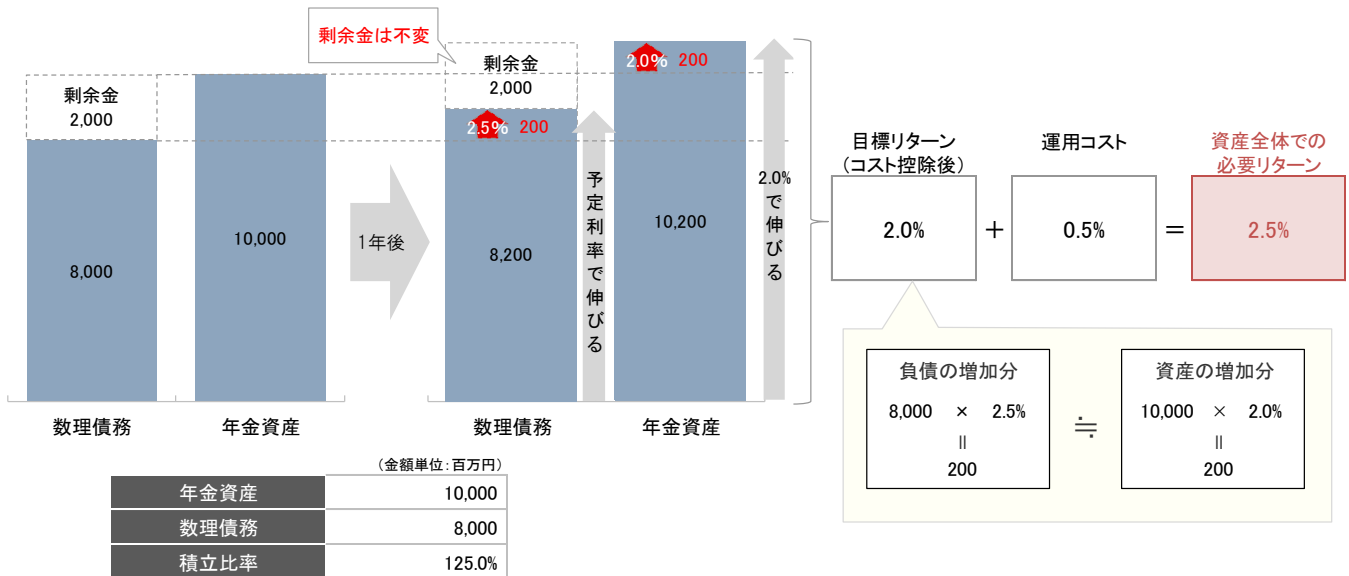
このように成熟度に応じてリスク許容度が異なる点を踏まえ、必要となるリターン水準を確認することが重要です。

(2). 剰余金活用の観点

2 つ目は剰余金を活用する観点です。剰余金がある場合、目標リターン（コスト控除後）を予定利率から引き下げることができます。

図表 2 の数値を用いて説明します。特別掛金やリスク対応掛金の拠出予定がなく、数理債務 8,000 百万円に対して年金資産 10,000 百万円と積立剰余となっているものとします。この場合、数理債務は予定利率 2.5% で割引計算を行っていることから、1 年経過することで 200 百万円増加します。これに対し、年金資産が同額の収益を得るために必要なリターン水準はコスト控除後で 2.0% (=200 百万円 ÷ 10,000 百万円) であり、予定利率 2.5% より低くなります。このように剰余金があると、目標リターン（コスト控除後）を引き下げながら年金財政上の不足金の発生を抑えることができます。

(図表 2) 剰余金の活用



出所：筆者作成

また上記とは反対に、積立不足となる可能性が低いことを踏まえて、一定程度のリスク上昇を許容し、目標リターン（コスト控除後）を引き上げることも可能です。年金財政においてさらに剰余金を積み増す必要性はなくとも、年金資産から得られる期待運用収益の増加は企業会計における退職給付費用の削減に繋がることから検討するケースがあります。

このような2つの観点踏まえ、年金 ALM 分析では、目標リターンを適切な水準に設定し、将来的に安定した財政運営が可能なアセットミックス案を選択します。

2. 年金 ALM 分析の実施タイミング

以上、本稿では3回にわたり年金 ALM 分析の概要・実施意義・分析の流れ・分析における様々な手法や着眼点を中心に解説してきました。最後に、年金 ALM 分析を実施すべきタイミングについて説明します。

最も一般的な分析の実施タイミングは財政再計算時です。財政再計算では予定利率の水準や掛金の拠出計画の見直し、基礎率（昇給指数や退職率等）の洗い替えが行われます。これらの見直しで、負債側ではキャッシュフローの推移、資産側では目標リターン水準が変化します。過去に年金 ALM 分析を実施している場合でも、時間の経過とともに、前提となる人員構成や昇給・退職の傾向、各資産のリスク・リターンおよび相関係数が変化するため、財政再計算を

機に最新の前提に洗い替えることで、現状に即したアセットミックスを検討することができます。このため多くの企業年金制度では財政再計算に合わせて年金 ALM 分析を実施しています。財政再計算は少なくとも 5 年に 1 度の実施が義務付けられているため、定期確認の意味でもこのタイミングでの見直しがお勧めです。

また、様々な変化に対応するため、臨時的に年金 ALM 分析が実施されることもあります。

負債側の変化と資産側の変化の 2 つの側面から考えると、負債側の変化としては、DC 移行や定年延長等の制度変更や、事業再編等で人員構成が大きく変わった場合等がこれに該当します。特に直近では多くの企業でベースアップが実施されていますが、給付額が賃金に連動する制度の場合、ベースアップが退職給付額に影響し給付改善（負債額増加）となっている企業年金制度も少なくないと考えられます。資産側の変化では、リーマンショックや記憶に新しいコロナショックのように、運用環境を一変させる出来事が挙げられます。

このような変化が起こると、財政状況やキャッシュフロー水準は大きく変動するため、最適なアセットミックスを再検討する必要があります。中長期的な制度運営への影響を把握し、変化に応じたアセットミックスを選定するために、年金 ALM 分析が活用されています。

(図表 3) 年金 ALM 分析の実施タイミング

年金ALM分析の実施タイミング

定期的な実施	臨時的な実施
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 財政再計算 ✓ 予定利率の変更 ✓ 掛金拠出計画の見直し 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 制度変更 ✓ 追加掛金の発生 ✓ 運用環境の変化

出所：筆者作成

本稿第 1 回でお伝えした内容の繰り返しのようになりますが、資産運用は結果責任よりプロセス責任・説明責任が重視されます。年金 ALM 分析を通して、関係者の中で協議を繰り返しながら、財政状況・運用環境の変化や企業年金制度それぞれのリスク許容度を踏まえた最適な政策アセットミックスに基づく制度運営ができれば、ガバナンス強化につながります。

企業年金制度を取り巻く環境が随時変化する中、特に上記年金 ALM 分析の実施タイミングに該当する企業年金制度は、安定した制度運営の一助として年金 ALM 分析の実施を検討してはいかがでしょうか。

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。

日本の企業社会・労働市場の転換点となるか 二つの公表文書を手掛かりとした思考実験

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

国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が 2023 年 5 月初旬「情報要請（Request for Information）『アジェンダの優先度に関する協議』」を公表し、同月中旬、内閣官房「新しい資本主義実現会議」が「三位一体の労働市場改革の指針」を公表しました。

前者は、IFRS における「サステナビリティ開示のグローバル・ベースライン強化」に向けた優先的な論点を提示し、広く意見を求めるためのものです。示されたテーマは三つで、その一つが「人的資本」です。

後者は、政労使が「三位一体の労働市場改革」を進めるべきこと、及びその方向性を示す指針です。この指針をふまえて「人的資本可視化指針」を年内に改定する旨も明記されています。

いずれも案や指針ですが、遠からず企業経営に影響する内容です。本稿では、これら公表された二つの文書を手掛かりとして、パーパス経営、人的資本経営を志向する企業の、近未来を展望する思考実験を試みます。

1. 人的資本開示の「課題」と向き合う ISSB 情報要請

ISSB「情報要請（Request for Information）『アジェンダの優先度に関する協議』」では、人的資本に関する情報開示について、次のように現状の課題認識を示しています。

A17 世界中の機関投資家が、投資意思決定を行うにあたって人的資本の管理に関する情報をこれまで以上に求めるようになっている。(中略)したがって、多くの企業が、人的資本の管理に関してのより効果的な開示の作成方法についてのより明確なガイダンスを求めている。

A18 (中略)投資家は、十分に意思決定有用性があり評価するための比較可能性がある情報を得ていないと述べている。

出所：「情報要請 アジェンダの優先度に関する協議」（2023 年 5 月）国際サステナビリティ基準審議会

人的資本に関する情報開示を従来以上に投資者が求めるようになっているが、企業は開示方法についてより明確なガイダンスを求めており、投資者も現在の開示では投資の意思決定に十分有用な比較できる情報が得られていないといっている、というわけです。

そして「投資者のニーズを満たす」ための課題として、次のように六つの論点を提示しています。

A19 投資者のニーズを満たすにあたっての課題には、次のものがある。

- (a) 人的資本の管理の多面的な性質、並びにさまざまなビジネスモデル、経済活動及び法域におけるリスク及び機会の現れ方の相違
- (b) 一部の法域で労働力データの収集が法的に禁止されていること
- (c) 一部の情報（例えば、代替的労働力の使用）の開示に関する競争上の機密性
- (d) 測定することが本質的に困難である可能性のある人的資本の諸側面（職場文化など）
- (e) 急速に進展していて十分に確立されていないその他の諸側面（代替的労働力の使用、自動化及び人工知能など）
- (f) 関連する社会的影響（impacts）、価値及び文化の管理における個々の企業の役割の理解。人的資本の管理（又は誤った管理）の諸側面の中には、社会的影響（impacts）が潜在的に深刻であることから、監視の目がこれまで以上に厳しくなっている場合があるが、そうした影響（impacts）を管理する上で個々の企業がどのような役割を果たすのかについては著しく（significantly）不明確になっている。

出所：「情報要請 アジェンダの優先度に関する協議」（2023 年 5 月）国際サステナビリティ基準審議会

投資者のニーズを満たすには、まず人的資本経営それ自体が多面的であることに加えて、企業の事業の違いや様々な経営環境がからみあう複雑な関係性の中で適切に捉える必要があることを課題に挙げています。

さらに、国や地域による法制の違いや、機密性のある情報の取り扱い、人的資本の測定が困難な側面、ロボットや AI その他、急速な変化の影響、及び人的資本経営の社会的な影響の大きさと個々の企業の役割が明確になっていないこと、といった課題を列挙しています。

これらの課題は、人的資本経営とその情報開示に取り組む企業にとっても、何が正しいのか明らかにしたい論点ではないでしょうか。

2. 労働政策を背景としつつ労使に変革を促す労働市場改革

内閣官房「新しい資本主義実現会議」による「三位一体の労働市場改革の指針」の「1. 基本的考え方」では、「国際的にも競争力のある労働市場をつくっていく」等の方向が提示されています。下記は、三位一体の改革テーマに言及した部分の抜粋です。

1. 基本的考え方

(略)

○このため、リ・スキリングによる能力向上支援、個々の企業の実態に応じた職務給の導入、成長分野への労働移動の円滑化、の三位一体の労働市場改革を行い、客観性、透明性、公平性が確保される雇用システムへの転換を図ることが急務である。これにより、構造的に賃金が上昇する仕組みを作っていく。

(略)

出所：「三位一体の労働市場改革の指針」（2023 年 5 月 16 日）内閣官房 新しい資本主義実現会議

つまり、「三位一体の労働市場改革」とは、次の三点を指しています。

- ① リ・スキリングによる能力向上支援
- ② 個々の企業の実態に応じた職務給の導入
- ③ 成長分野への労働移動の円滑化

働く個人に関する改革として、「①リ・スキリングによる能力向上」を期して、主として働く個人に対する政策支援メニュー充実の検討の方向が列挙されています。

次いで、企業に関する改革として「②個々の企業の実態に応じた職務給の導入」を示した点が目を引きます。国の関与は職務給を導入した企業の事例を収集して共有する等の企業支援が主となっています。「人的資本可視化指針の改訂」を年内に行う旨が付記されています。

「③成長分野への労働移動の円滑化」では、失業給付や退職所得課税、ハローワークや公共職業訓練制度に関する改革、キャリアコンサルタントの活用、副業・兼業の奨励等、国の関与する施策検討の方向が示されています。

なお、この指針が「目標」に掲げているのは下記のとおり賃金格差の解消や、転職により賃金が増加する者の割合が減少する者の割合を上回るようにする、といったものです。

働く個人に対する様々な支援策を国が講じ、個人は能力を養い、企業は職務に応じて賃金を支払う、という流れをつくって目標を達成しようとしています。

2. 目標

- 三位一体の労働市場改革を進めることで、構造的賃上げを通じ、同じ職務であるにもかかわらず、日本企業と外国企業の間が存在する賃金格差を、国毎の経済事情の差を勘案しつつ、縮小することを目指す。あわせて、性別、年齢等による賃金格差の解消を目指す。
- また、我が国の場合、これまでは転職前後の賃金を比較すると、転職後に賃金が減少する傾向が見られた。内部労働市場と外部労働市場の形成とそのシームレスな接続により、転職により賃金が増加する者の割合が減少する者の割合を上回ることを目指す。
- 官民でこれらの進捗状況を確認しつつ、改革の取組を進める。

出所：「三位一体の労働市場改革の指針」（2023年5月16日）内閣官房 新しい資本主義実現会議

3. 日本の企業社会・労働市場の変化点

これら同時期に公表された二つの文書は、日本の企業社会・労働市場の転換点を象徴しているのではないのでしょうか。

前者では、グローバルな IFRS サステナビリティ開示基準充実の重要テーマとして「人的資本」が取り上げられ、投資者の開示ニーズがあるが十分に応えられていないことが示されました。日本企業においてその情報開示の取り組みが本格化する中で、人的資本経営において検討すべき課題の重要性や複雑さが世界共通であることを確認できたといえます。

後者は、日本の人的資本全般を充実させる政労使の指針として捉えることもできます。

この指針でいう労働市場改革は、ミクロでは「職務給の導入」に象徴されるように企業内労働市場の改革も含んでいますし、マクロでは労働市場全体で賃金の上昇につながる労働移動の実現を目指す趣旨となっています。

ISSB 情報要請の人的資本に関する課題設定は、人的資本の普遍的な捉え方を確立した企業社会を目指したものであり、「三位一体の労働市場改革の指針」は、その日本の労働市場における共通基盤づくりを目指しているといえます。

従来、日本の企業社会並びに労働市場では、労働基準法や最低賃金法等一部の規制を除き、基本的に労働契約は労使の契約の自由に委ねられる部分が大きかったといえます。同時に労働慣行としての年功序列型人事は、伝統的な大企業を中心に根強くその特徴を維持しています。退職金制度の自己都合乗率や伝統的な S 字カーブ、役職定年や定年・再雇用等もこれらの延長線上にあります。

年功序列型人事の社内秩序を、労使が相応に自由度のある労働法制のなかで独自性高く築き上げてきたのが、日本の企業社会であり労働市場です。現在のような、人材獲得が難しい環境では、そもそもこのような社内秩序を維持すること自体が難しくなっています。

年功序列型人事のメリットの一つは、企業が業績・人員ともに安定成長を続けることが可能な経営環境下で、社内の秩序をあまり制度運用コストをかけずに維持できることです。

ただし秩序を優先するため、一人ひとりの人的資本としての価値は追及しません。組織を維持していれば安定収益が上がり競争もさほど激しくはない時代のモデルです。これでは生き残ることも難しいでしょう。

これまでも、年功序列型人事からの脱却を目指す動きは、個別の企業ごとにみれば様々ありました。しかしながら、これらの動きは、日本の企業社会・労働市場全般の改革には至りませんでした。

「三位一体の労働市場改革の指針」は、日本の企業社会・労働市場全体の改革を目指すものといえます。指針の内容はまだ抽象的であったり、穏当で漸進的なものですが、「個々の企業の実態に応じた職務給の導入」という方向性には画期的な面があります。すべての企業に職務給の導入を促すニュアンスになっているからです。

そして、この改革の方向性は、人的資本経営・開示の確立を目指す ISSB のグローバルな方向性とも軌を一にするものです。

これら二つの文書を手掛かりとして、近未来の日本の企業社会を想像してみます。あまりドラスティックな将来像とはならないよう、リアリティのある将来像を描くことにします。

4. 2030 年。労働市場改革を経た日本の企業社会は

2023 年 5 月には高校生だった A さんは、今年大学院を修了してある企業にマーケターとして就職しました。また、A さんは大学院で研究していた専門知識を活かすため学生時代に個人で会社を設立して代表に就いています。

A さんだけでなく、10 名ほどの同期の全員が副業・兼業の仕事を持っています。製造現場で働く同期は AI で取引を自動化した、オリジナル楽曲の配信事業を学生時代のバンドメンバーと共同で経営しています。

この会社の報酬体系は、職務給、価値創造給と、年収の一定割合をポイントとして積み立てる退職給付制度となっています。退職給付ポイントの半分は株式で支給されます。

職務給は、担当職務に応じて金額が定められます。ただし専門的な希少性・採用困難度や戦略的重要度が高い職務の場合は、時価係数が乗じられて報酬額が高くなるケースもあります。

価値創造給は、担当職務の範囲を超えて創造した付加価値の一部を還元するものです。

伝統的な職務給制度の「決められたことしかやらない」等の弊害を克服するため、こうした仕組みを工夫する企業も少なくありません。価値創造給を支給されることは、成長意欲の高い従業員から特に誇りや自信につながることとして認識されています。

報酬は年齢や勤続で決まることはなく、新卒でも中途入社でも担当職務で職務給がきまります。役職定年や定年はありません。役職は任期制で、任期満了の都度、再任を含めて任用決議されます。

この企業は従業員の半数、近年では年間採用者数の大半が中途採用者です。退職する従業員も少なからずあり、いったん退職してまた戻ってくる人も珍しくありません。

この企業では、従業員がスキルアップのため自発的に学ぶことができるよう、教育サービスを提供しています。本人の希望や職務の状況等に合わせて、最適なタイミングで教育プログラムが本人に提案される仕組みになっています。

また、社会インフラとして職業キャリアを記録するシステムが整備され、保有スキルや経験した職務を正確にインプットしておけば、AIが求人情報とマッチングして転職や兼業を提案してくれます。

この会社に限らず、従業員を区分する要因は職務内容です。勤務地や就業時間の制約、職種間異動の制約などの労働契約の違いは、原則として職務給に影響しません。職務以外の労働契約の違いを報酬に反映するのは、合理的な理由がある場合に限られます。

Aさんの勤務する会社の場合、働く個人の様々な制約については、リモートワークなどの代替手段で相応に対応できる場合は、職務給の取り扱いに差を設けないこととしています。

この会社は、人的資本に関する情報開示の一環として、従業員エンゲージメントを測定して公表しています。

従業員エンゲージメントの測定には、十分な信頼性が求められるようになっていきます。回答に付度や無意識のバイアスがかかるような調査は、投資者から注目されなくなっていますし、従業員も「回答するに値しない」と認識するようになっていきます。

また、この時代には、求人・求職のマッチング確率が高まったり、副業・兼業の広がり等により、完全な失業求職者が少なくなっているかもしれません。雇用保険等の給付を円滑な労働移動に活かすため、様々な制度改正が加えられている可能性があります。

5. 働く個人の価値観の変化

このような企業社会では、働く個人の価値観も従来とは変化しています。

職業キャリアのパターンとして、一つの会社で長期にわたってキャリアを積んでいくのがよいか、様々な職場を経験してキャリアを積んでいくのがよいかは、この時代でも時に議論の的

になります。ただし、それぞれのメリットとデメリットについては論点が広く知られるようになっており、基本的には個人の価値観に従って選択すべきものとされています。

勤続期間の長短による退職給付や社会保障、退職所得税制等の有利・不利は、ほとんどなくなってきていますが、まだ一部に残っています。しかしあまり気にする人はいないようです。

Aさんのように副業・兼業が当たり前になったことで、働く個人には、より独立した職業人としての意識が高まっています。

特にAさんのように副業として会社を運営しているような従業員は、経営的な視点や事業開発の経験等を、主勤務先の仕事に活かす意識が高い人が少なくありません。企業側もそうした人材に期待して様々な支援策・協働策を講じます。

国が副業・兼業を促進する動きはそれ以前からあったものの、広がりを見せたのは「三位一体の労働市場改革」が進められ、「職務給の導入」が社会的に進んだことが背景にあります。

職務給の普及により、「労働契約も仕事を行う契約のひとつ」との認識が、働く人々の間に広がりました。

年功序列型人事が相応に維持されていた頃は、働く人々の中に「勤務先に長期で務めることがよいことで、そうでないと損になる」という期待や認識がありましたが、職務給の広がりによって「今どんな仕事をしているかによって給与が決まる」という認識に置き換わりました。

この結果、「労働契約も仕事を行う契約のひとつ」であり、「自身の人生の時間をどう使うか、せっかくなら自身がやりたいことを少しずつやってみよう」という人が増えたわけです。特に、こうした流れに敏感な若い人材がいち早く動き出し、副業・兼業が広がりました。

ベテランやシニアの世代にも「職業人生を、もっと自分のものとして考えよう」という空気が広がり、副業・兼業を経てキャリアチェンジに踏み出す人も増えました。

勤務先とのエンゲージメントにも変化が見られます。

以前、従業員エンゲージメントが注目されはじめた頃は、「企業に雇用される被用者としての意識」がベースでしたが、今は「労働契約を介して仕事を依頼され受託している意識」をベースとしたエンゲージメントになってきています。

被用者としての意識が強かった時代は「会社がどう振舞うかを受け止めた結果としてのエンゲージメント」という面が強かったのが、「会社がどうかと、自分がどう考えるかを合わせて評価した上でのエンゲージメント」になってきています。

会社の同僚を「同じ船に乗る仲間」としてみる意識は今も昔もありますが、「それぞれ担当職務を受託しているプロ同士」という意識も普通に抱くようになっていきます。

6. 価値観の変化とパーパス経営のアップデート

このような価値観が広がった企業では、働く個人の内面がより多様化しています。

職業人としてのプロ意識が高まるのはよいことですが、組織としての一体性・凝集性は弱まるかもしれません。皆で一丸となってビジネスで成功を勝ち取っていくような意識づけは、新たな課題となりそうです。

この意味でパーパスは重要です。事業の意義の言語化に際しては、多様なプロ人材の共感を得る力を持たせたパーパスにアップデートする必要があります。

さらに、そのパーパスの掲げ方、展開・浸透といった社内コミュニケーションにおいては、従業員を一人の個人としていかに尊重できるかが従来以上に問われると考えます。

このためには、逆説的ですが、多様な価値観を持った同僚を尊重することの重要性を、各従業員自身が深く認識するよう促す必要があるでしょう。

また、自社が持っている伝統的な価値観や慣習について、改めて見直してみることも有意義だと考えます。

「創業の精神」のような大切な伝統的価値観であっても、今後にはマッチしない要素を含んでいるならばそのままにしておくべきではありません。大切なものですから歴史的な記念碑のようにきちんと尊重しつつ、経営上掲げるパーパス等はしっかりアップデートすべきです。

本稿で手掛かりとした二つの文書、特に「三位一体の労働市場改革の指針」の指し示す方向は、日本の企業社会の転換点となる可能性のある内容を含んでいます。「思考実験」で描いた将来の姿は、もっと近い将来に訪れるかもしれません。

例えば、「家族的な経営」を伝統的に重視する企業があったとします。それ自体はよいのですが、そこに年功序列型人事の観念が紐づいていたり、家父長的な価値観で社内の人間関係を暗に束縛するような慣習が維持されていたりすると、本稿で描いたような近未来に適応することは難しくなります。

特に人事制度には強固な価値観や慣習が宿っていますから、人事制度を見直してみることも有意義だと考えます。

本稿では、2023年5月に公表された、企業人事の今後にかかわる二つの文書を手掛かりとして、近未来を描く思考実験を試みました。

本稿が、パーパス経営、人的資本経営の今後のあり方を考えるきっかけとなれば幸いです。

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。

参考文献

「情報要請 アジェンダの優先度に関する協議」(2023年5月)国際サステナビリティ基準審議会

「三位一体の労働市場改革の指針」(2023年5月16日)内閣官房 新しい資本主義実現会議

GFANZ の設立とその後

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

2021 年に設立された GFANZ は銀行、運用会社、保険会社など金融業態を横断する世界的なイニシアチブです。鳴り物入りで多くのグローバル金融機関が加盟した GFANZ ですが、設立後の加盟金融機関に対する基準引き上げを巡り混乱が見られました。GFANZ の概要とその後の混乱について説明します。

1. GFANZ とは

(1). GFANZ 設立の経緯

GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero: ネットゼロのためのグラスゴー金融同盟) は、グローバル経済のネットゼロ移行の加速に向けた金融システム全体での取り組みを調和させることを目的に 2021 年 4 月に設立が発表された連合です。

“グラスゴー”という名称は、同年 11 月に英国のグラスゴーで開催された COP26 (第 26 回気候変動枠組条約締約国会議) を機に設立されたことにちなみます。COP26 の議長国であった英国のサポートで、共同議長には前イングランド銀行総裁、元金融安定理事会会長で TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) 設立を主導したマーク・カーニー (Mark Carney) と、ブルームバーグ創業者で元 TCFD 議長のマイケル・ブルームバーグ (Michael Bloomberg)、副議長兼事務局長に元 SEC 委員長で TCFD 事務局長であったメアリー・シャピロ (Mary Schapiro) が就任しました。

この 3 名はいずれも TCFD の成立における中心メンバーで、その名前のイニシャルをとって 3M などとも呼ばれています。TCFD はもともと気候変動による金融リスクの把握を目的に作られたわけで、開示基準を作ったメンバーが、今度はそれに基づいて金融機関の行動変容を通じた経済活動の脱炭素化を促す側に回ったともいえるでしょう。

こうした設立経緯からわかる通り、政府や国連の意向を受けた影響力の大きいイニシアチブだと言えます。COP26 において設立のセレモニーが行われましたが、その時点までに 45 か国 450 の金融機関が参加を表明しました。2022 年 11 月の時点では 50 以上の国、550 以上の金融機関が参加し、それらの管理する資産額は 152 兆 US ドルを超えています。GFANZ は政府当局の後押しと金融界で影響力のあるメンバーのリーダーシップで設立時点からロケットスタートを切ったといえるでしょう。

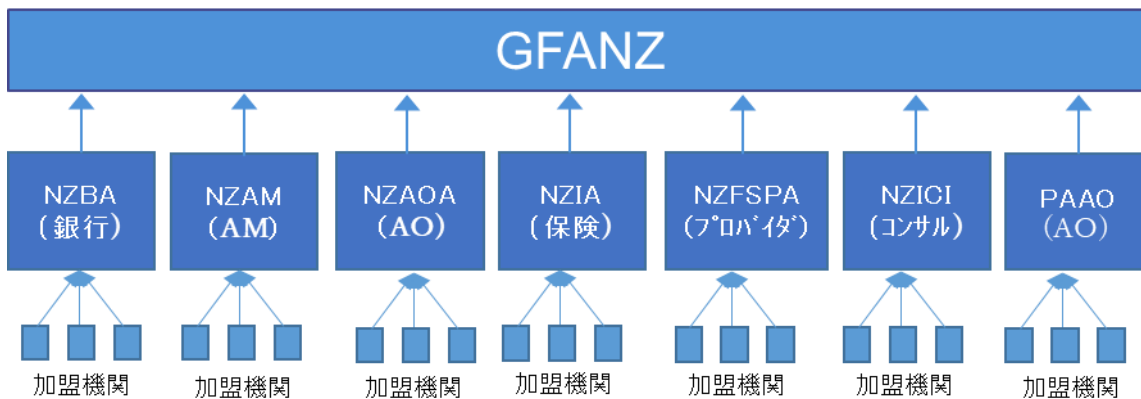
(2). GFANZ の組織構造

GFANZ は、いくつかのイニシアチブの連合 (Alliance) です。現在は 7 つの業態別イニシアチブで構成されます。具体的には、NZBA (銀行)、NZAM (運用会社)、NZAOA (アセットオーナー)、NZIA (保険)、NZFSPA (金融サービスプロバイダ)、NZICI (コンサルタント)、PAAO (アセットオーナー) の 7 つです (図表 1)。これらは 2019 年以降に

設立された比較的新しいイニシアチブで、中には GFANZ の設立アナウンスに合わせて結成されたと思われるものもあります。

そして、各金融機関は GFANZ に直接加盟するのではなく、それぞれの業態別イニシアチブに加盟することを通じて GFANZ に間接的に加盟する形態になっています。(図表 1 下) 逆に言うと、これら業態別イニシアチブに加盟した金融機関は、自動的に GFANZ にも加盟することになります。

(図表 1) GFANZ の組織構造と構成イニシアチブ



GFANZを構成するイニシアチブ

		総資産
NZBA (銀行)	Net-Zero Banking Alliance: 投融資のポートフォリオを2050年までにネットゼロすることにコミットする銀行の国際的ネットワーク。UNEP-FIの呼びかけで2021年4月設立	72兆ドル
NZAM (AM)	Net-zero Asset Manager Initiative: 2050年までのネットゼロ目標を支援することにコミットするアセットマネジャーによるイニシアチブ。PRI、CERES、CDP、IIGCC、AIGCC、IGCCの6団体の呼びかけで、2020年12月設立。	66兆ドル
NZAOA (AO)	Net-Zero Asset Owner Alliance: 科学的知見を考慮し、1.5°C目標にポートフォリオを適合させるためのアセットオーナーによるグループ。UNEP-FIとPRIの呼びかけで2019年9月設立。	11兆ドル
PAAO (AO)	Paris Aligned Asset Owners Initiative: パリ協定の目標にポートフォリオを適合させることにコミットするアセットオーナーによるグループ。2019年5月設立。IIGCC、AIGCC、CERES、IGCCが運営を支援。	3.3兆ドル
NZIA (保険)	Net-Zero Insurance Alliance: ネットゼロ経済への移行を加速する役割を果たす保険会社の集まり。UNEP-FIの呼びかけで、2021年7月設立。	
NZFSPA (プロバイダ)	Net-Zero Financial Service Providers Alliance: 関連するサービスをネットゼロ目標に適合させることにコミットするメンバーによるイニシアチブ。2021年9月設立。投資助言会社、信用格付会社、監査法人、取引所、インデックスプロバイダなどで構成。PRIが事務機能を担う。	
NZICI (コンサル)	Net-Zero Investment Consultant Initiative: ネットゼロ目標に沿った投資助言にコミットする運用コンサルタントによるイニシアチブ。Race to Zeroの呼びかけで2021年9月設立。	

※AM はアセットマネジャー、AO はアセットオーナーを指す
出所：GFANZ より筆者作成

(3) GFANZ が当初掲げた目標

GFANZ は COP26 の開催に合わせる形で、2022 年 11 月にプロGRESSレポートを発行しました。その中で GFANZ の加盟金融機関が達成すべき目標を掲げています。それは「気候変動の科学に沿って、国連気候変動枠組条約 (UNFCCC) が示した "Race to Zero" 基準を遵守する」というものでした。Race to Zero は、国連気候変動枠組条約事務局が運営する国際キャンペーンで、企業、金融機関、地方自治体、NGO 等の「非国家アクター」に対し、2050

年までに温室効果ガス排出量のネットゼロを目指すことを促し、その達成に向けた行動を呼びかけています。

そして、GFANZ は加盟金融機関に対し「すべての加盟機関は Race to Zero の基準に適合しなければならない」とし、図表 2 に示す項目を定めました。

(図表 2) GFANZ の加盟金融機関が遵守すべき項目

- 2050 年までに、スコープ 3 を含む GHG 排出量ネットゼロを達成するため、科学的根拠に基づくガイドラインを活用
- 今後 10 年間で排出量を 50% 前後削減する 2030 年の中間目標を設定
- ネットゼロに向けた移行戦略の策定と公表
- 目標達成に向けた進捗について透明性のある形での開示
- オフセットを活用する際の厳格な規制の遵守

出所：GFANZ より筆者作成

GFANZ の連合を構成するイニシアチブは、GFANZ の基準に基づき各業態の特性に照らしてガイドラインを策定しています。例えば、運用会社のイニシアチブである NZAM (ネットゼロ・アセットマネジャー・イニシアチブ) の場合、

- A) 運用資産全体について、2050 年以前にネットゼロを達成する目標に整合する脱炭素目標について顧客であるアセットオーナーと協働する
- B) 2050 年以前のネットゼロ達成に沿って運用する資産の割合についての中間目標を設定
- C) 運用する資産の割合を 100% まで段階的に引き上げることを目指し、少なくとも 5 年毎に中間目標を見直し

という 3 項目について各加盟機関がコミットすることになっています。

弊社を含む MUFG Asset Management (注 1) は NZAM の加盟機関の一つですが、2022 年 10 月に NZAM のコミットメント「運用資産の GHG 排出量ネットゼロに向けた中間目標の設定について」を公表しています。具体的には、「2030 年までに運用資産の 55% を対象に、その経済的原単位当たりの温室効果ガス排出量を 2019 年比で 50% 削減」という中間目標と、それに向けた取組み方針として、エンゲージメントに関する取組み、アセットオーナーとの協働、ネットゼロに資する商品の開発という三つの観点での取り組みを推進する、としています。

多くの金融機関が賛同し加盟することとなった GFANZ ですが、その活動方針は Race to Zero 基準に従うというものになっていました。その後 Race to Zero が基準を改訂した際にこのことが問題化することになります。

2. 基準引き上げをめぐる混乱

(1). Race to Zero の基準引き上げ

2022 年 6 月、Race to Zero はそのメンバーに対するスタートライン要件を改訂しました。その中で、排出削減対策をしていない化石燃料の段階的削減、廃止を明記し、特に新規の石炭火力事業については即時停止、油田・ガス田の新規建設もしない旨を定めました。

Race to Zero の基準を GFANZ の加盟機関に適用するとすれば、これは新規石炭火力事業への投融資の停止を意味します。それまでの GFANZ の遵守項目は、図表 2 で見た通り全体的な目標に関するものであって、具体的にどんなアプローチをとるかについては各加盟機関に委ねられていました。ところが、このとき Race to Zero が打ち出した基準は具体的な活動に関するもので、かつ案件ごとの個別事情を勘案せず一律に適用するものと言えます。

当初 GFANZ は Race to Zero の基準改訂をメンバーにも適用する方針でした。Mark Carney、Michael Bloomberg、Mary Shapiro の“3M”は、2022 年 9 月 14 日に連名で、「新規石炭プロジェクトに合理性がないのは明白である。・・・GFANZ の連合加盟機関は、新規石炭事業を支援する投融資は停止するべきである。」という声明を出しています。

(2). 脱退の動きと方向修正

加盟企業の間には困惑が広がり、中には GFANZ から脱退しようとする機関も出てきました。中でも米国大手銀行（JP モルガン・チェース、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ）が脱退をほのめかしたことは大きく取り上げられました。彼らの主張によると Race to Zero の打ち出す基準に全ての機関が歩調を合わせた業務運営を行うことが、独禁法に抵触するリスクがあるという理由からでした。

大手の銀行がイニシアチブから抜けるとなれば GFANZ にとっても痛手となります。最終的に GFANZ も方向修正を行うことになりました。Race to Zero 基準については、遵守しなくて良いことになったのです。2022 年 11 月に公表された「プログレスレポート 2022」において、導入部（Introduction）にガバナンスとストラクチャーというセクションを設け、連合体の各イニシアチブおよび加盟機関と Race to Zero などが掲げる基準との関係を明確化しました（図表 3）。

これにより、各イニシアチブの独立性が明確化されるとともに、加盟機関は GFANZ の指図を受けるのではなく、自身の所属するイニシアチブにおける決定事項を遵守する責任を負うことが明確になりました。また、Race to Zero 基準については、遵守義務はなく「留意」すべき基準とされ、その位置づけも UNFCC、IPCC、IEA、G20 など他の基準と並列の扱いとなりました。

また、各加盟機関が行うコミットメントは、地域による経済・金融システムや法律・規制・監督上の義務などの違いを踏まえて行う必要があるとしました。温室効果ガス削減の移行経路は地域によって異なります。気候変動枠組条約で各国が提出している NDC（国が決定する貢献）と比較すると、先進国では 2030 年までに 50% 前後削減する目標を定めることが多い（日本は△46%）ですが、新興国や途上国はこれより低い削減率であることがほとんどで、中には削減率を明示しないところもあります。たとえば中国は、「2030 年までに排出量をピークアウトさせる」という目標ですし、インドの場合は、「2030 年までに GDP 当たり排出量を△45%」という目標になっています。

このため、移行経路が異なる地域で活動する企業は、脱炭素に向けた取組みのスピードや戦略が変わってきて当然です。結局各加盟機関は個々の投融資先の置かれた状況を踏まえてそれぞれに対し投融資の方針を策定する必要があります。Race to Zero 基準が地球全体で必要とされる削減量から行動を促すいわば「トップダウン・アプローチ」だとすれば、個々の投融資先のおかれた状況を踏まえて、目標とすべき削減量を個別に議論する「ボトムアップ・アプローチ」といえるでしょう。

ネットゼロへのアプローチとして、一律の「トップダウン・アプローチ」だけでなく、個々の実情に合わせた「ボトムアップ・アプローチ」を重視する姿勢に転換したことは、GFANZ が現実的な路線に修正をはかっていると捉えることができると言えます。

(図表 3) 「プログレスレポート 2022」で説明された GFANZ のガバナンスとストラクチャー

- GFANZ の各アライアンスは独立したイニシアチブであり、個々のガバナンスにのみ従う。
- 加盟機関の遵守状況は、各アライアンスの明確なガバナンスと説明責任の枠組みによって支えられる。
- 各アライアンスのガバナンス構造および加盟機関のコミットメントは、地域で異なる経済・金融システムや、法律、規制、監督上の義務を認識し、全ての法務上および職務上の責任を遵守する必要がある。
- 各アライアンスは、(Race to Zero、UNFCCC、IPCC、IEA、G20 などの)他の組織の助言や指針に留意するとともに、これら組織と積極的にエンゲージメントを行う。

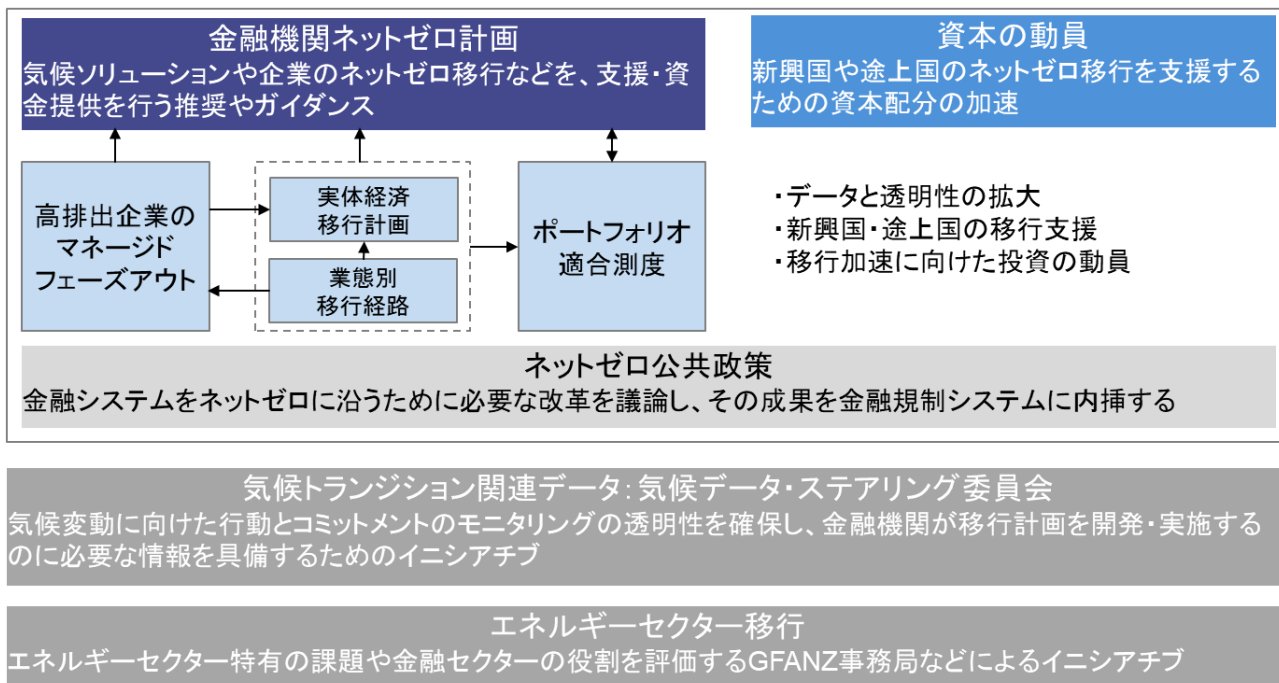
出所：GFANZ、「プログレスレポート 2022」より筆者作成

(3) 役割の見直し

プログレスレポート 2022 の中で、今後の GFANZ の業務は「実装と行動に焦点を当てた、より技術志向段階に移行する」としています。多くの金融機関に対しネットゼロのコミットメントを促すという段階から、コミットメントを実行に移す際に必要な、移行フレームワークの策定、ブレンデッドファイナンス（官民協調による投融資を指します）の大規模な展開など民間資金を動員するためのアプローチ、公共政策へのネットゼロに向けた働きかけといった支援を行う段階に移行していくとしています。

2022 年のワークプログラムでは、GFANZ は図表 4 に示すように三つのコア施策を掲げるとともに 2 つの新たなイニシアチブを組織するとしています。

(図表 4) GFANZ2022 ワークプログラム



出所：GFANZ、「プログレスレポート 2022」より筆者作成

(4) その後の動向

GFANZ の現実路線への修正が明らかになった後も、GFANZ の連合を構成する業態別イニシアチブから脱退する動きがみられます。特に保険会社のイニシアチブ NZIA では、今年に入っても Munich Re、Zurich、Allianz、Swiss Re、AXA、日本の大手損保 3 社などイニシアチブ創設時の加盟機関を含む大手保険会社の脱退が続いています。Munich Re は「業界横断的に協力する枠組みによって生じる法的リスクをとるより、単独で気候変動に取り組む方が効率的だと判断した」との声明を出したと報道されています。米国の州の司法長官らが、このアライアンスが反トラスト法を遵守しているかについて「懸念」を表明したとか、欧州各国政府も非公式ながら化石燃料の保険引き受け停止がエネルギー価格の上昇につながる懸念を表明したなどの報道がされています。

NZBA、NZAM、NZAOA、PAAO などでは、2022 年 12 月に米国のパッシブマネジャー大手の Vanguard が NZAM からの脱退を表明した以外は、目立った脱退の動きはないようです。同社はローコストのパッシブ運用商品に強みを持っていますが、パッシブマネジャーの場合、銘柄構成の変更による運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量削減ができないことが、一つのネックになったのではないかと想像します。なお、Vanguard は気候変動への取り組み自体をやめたというわけではなく、自社単独で気候変動への取り組みは続けるとしています。

アセットオーナーにも脱退の動きが現れています。オーストラリアの Cbus Super、オーストラリアの Bundespensionskasse の二つの年金基金が脱退しました。報道では基金のリソースの問題が理由とされています。

一方で、新たなイニシアチブが加入する動きもあります。The Venture Climate Alliance (VCA) というイニシアチブが、新たに GFANZ のメンバーに入っています。VCA は早期のネットゼロ達成を目指すベンチャーキャピタルで構成されています。GFANZ のアライアンスはオルタナティブの領域まで広がりつつあると言えます。

3. イニシアチブへの教訓

(1). 方針を決めるべき主体

GFANZ は金融セクター全体をカバーするネットゼロのイニシアチブとして、英国政府や国連の強力なサポートのもと発足しました。一方で発足間もなくその方針を巡って加入する金融機関の間で動揺と混乱が見られました。混乱の要因を振り返ると共に、今後に向けた課題を整理したいと思います。

まず、指摘できることは、連合体全体の運営方針を決めるにあたって、Race to Zero の決定をそのまま適用する形になっており、参加する個々の金融機関や連合を構成する各イニシアチブの意見を反映することができなかつた点です。金融機関の任意参加によるイニシアチブでありながら、その活動は別のところで決められる仕組みはガバナンスとして問題を内包しているといえるでしょう。

また、Race to Zero は UNFCCC (国連気候変動枠組条約) が立ち上げたキャンペーンであり、その方針はグローバルな観点でいえば気候変動に関する科学的知見に基づいて策定されたものとはいえ、個々の経済活動に適用する際には、地域による脱炭素経済の進捗段階や法制度の違い、業態やビジネス特性の違いを踏まえて個別の施策に落とし込んでいく必要があると考えられます。個別の施策を検討するには、GFANZ に加盟する個々の金融機関が投融资先の個別状況を判断すると共に金融機関それぞれが持つ投融资における知見を活用することが重要です。

Race to Zero のように個別の金融機関の投融资活動に具体的な制約を課すような戦略や方針を打ち出すことは、投融资先ごとの個別性を勘案せず、結果的に現場の実情にそぐわない脱炭素戦略を実施することになる可能性があります。実際 Race to Zero の出した方針が独禁法に抵触する懸念があると指摘されたことは既に述べた通りです。

Race to Zero のようなグローバル目線での基準は、指針とすべきではありますが、これをそのまま個々の場面に当てはめる基準としてはいけないのです。GFANZ による Race to Zero の位置づけ見直しは当然のことだったと思われま

(2). 脱炭素イニシアチブの在り方

GFANZ のような金融機関によるイニシアチブが脱炭素経済達成を目指す場合、個々の金融機関やイニシアチブの役割や活動がどうあるべきか考えたいと思います。(図表 5)

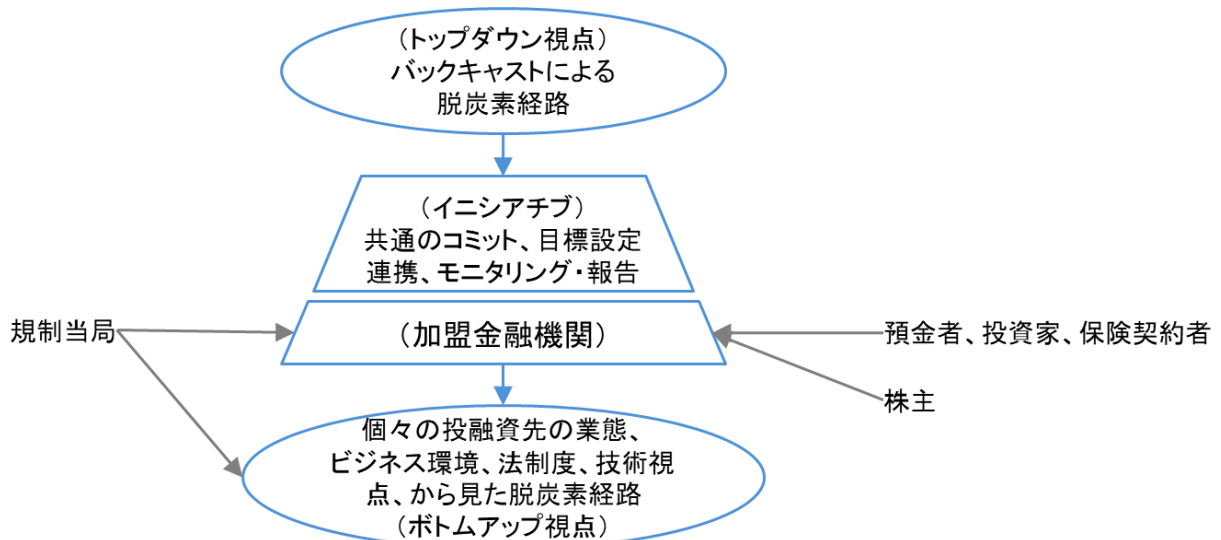
一つ重要なのはトップダウンの視点とボトムアップの視点の両方を見ることだと考えます。トップダウンの視点は、2050 年ネットゼロなどのグローバルな脱炭素目標からバックキャスト (逆算) で脱炭素経路を描くことで、Race to Zero などのイニシアチブが提示しているものです。一方でボトムアップの視点は個別の投融资先の業態、ビジネス環境、法制度、技術的視点などの観点、個別企業単位で脱炭素経路のプロジェクトを行うものです。

全体としてのゴールはトップダウンの視点で決まるのですが、どうやってゴールにたどり着くかを考えるにはボトムアップの視点が不可欠です。ボトムアップの積み上げによる脱炭素経路がトップダウンのそれと一致していれば、脱炭素経済に向けた進捗は順調ということになりますが、実際はギャップが生じていますし、個々の企業によってその進捗に差があるのは当然です。

金融機関は投融資先の個々の状況を熟知しており、ボトムアップの情報を幅広く持つことから、このギャップを把握できることが強みとなります。全体レベルでのギャップは、経済全体として脱炭素化に向けてどれだけの差を埋めていかなければならないかのシグナルとして、社会全体での議論を行うベースになりますし、個別企業で見たギャップや同業他社とのギャップの差異は、当該企業が（中長期の企業価値向上の観点からも）埋めていかなければならないものとして、金融機関と企業との対話のベースになるものと考えられることができます。

このギャップを埋めるために、各機関は各々が持つ金融機能を利用した取り組みを行うこととなります。金融が持つ触媒や後援者としての機能を利用して実体経済の脱炭素化を推進します。当然のことですが、これは金融機関の本業の中で行うわけで、受託者責任を遵守して行われます。すなわち脱炭素化への遅れが投融資先の財務リスクとなるという観点から取り組みを行うものであり、預金者や委託者の資金を棄損するリスクを冒して脱炭素化を推し進めようというものではありません。

(図表 5) 脱炭素化における金融機関とそのイニシアチブの役割



出所：筆者作成

金融機関の取組みによる脱炭素化の計測指標には投融資ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量で計測されることが一般的です（ファイナンスドエミッション）。これを減少させるには、大きく二つの方策があります。一つは排出量の大きい投融資先からの資金の引き上げ（ダイベストメント）です。もう一つは投融資先との対話（エンゲージメント）

を通じて排出量を減らすことです。もう一度念押ししておきますが、ダイベストメントもエンゲージメントも受託者責任の観点から実施するという立場です。

このような取り組みでは 2050 年ネットゼロは達成できないと心配する向きもあるかもしれませんが、金融は脱炭素に取り組む当事者というよりも当事者の支援やカタリストとしての役割であることが多いので、その取り組みには当然ながら限界もあります。

そこで、次に重要となるのが、政策当局との対話であるポリシー・エンゲージメントです。政策当局がどのような介入を行えば、経済成長に深刻な影響を与えずに実体経済の脱炭素化を推進できるか議論していく。これも金融機関のイニシアチブとしての役割だと言えます。GFANZ2022 ワークプログラムには「ネットゼロ公共政策」が打ち出されているところです。

では、イニシアチブ自体はどのような役割を持つのでしょうか。イニシアチブの役割は、同一業態において脱炭素に向けた共通のコミットや目標設定を行うこと、同業態の金融機関の連携（具体的には協働エンゲージメントや好事例の共有、公共政策）をはかること、各金融機関の取組状況のモニタリング・とりまとめ・公表、などだと思われまます。これらによって各金融機関の活動を束ね大きな力を発揮しようとするものです。

金融機関やイニシアチブは、投融資先の脱炭素化の支援やカタリストとしての役割を果たしますが、その際にトップダウンの視点だけが強すぎると現場の実情と乖離してしまいます。GFANZ で独禁法に抵触するような施策がとられそうになったのはその例だといえるでしょう。一方でボトムアップだけでは、グローバルな流れを無視した現状追認になりやすく、長期的に企業価値が失われる可能性があります。そのような場合には金融機関が債権者あるいは株主としてエンゲージメントを行い、脱炭素化の加速を促すこととなります。トップダウンとボトムアップをうまく調整し、各投融資先の実情にあった脱炭素化を支援することで、脱炭素経済の達成と持続的成長を両立させることを目指すべきものです。

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>

- GFANZ、” The Glasgow Financial Alliance for Net Zero Our progress and Plan towards a net-zero global economy ”, Nov. 2021
- GFANZ、” The Glasgow Financial Alliance for Net Zero 2022 Progress Report ”, Nov. 2022
- 環境省、「GFANZ によるネットゼロへのトランジションファイナンスに関する提言等の公表について」、2022 年 10 月 https://greenfinanceportal.env.go.jp/pdf/news_report_221005.pdf

注1：三菱 UFJ 信託銀行、ならびにその傘下である三菱 UFJ 国際投信、エム・ユー投資顧問、Mitsubishi UFJ Asset Management (UK)、三菱 UFJ オルタナティブインベストメントの4社は、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ（以下、MUFG）におけるアセットマネジメント会社として“MUFG Asset Management”（以下、MUFG AM）ブランドを形成しています。

バブル相場の思い出

株価がバブル崩壊後の高値を更新したという。退職後は新聞の相場欄を見る機会が以前より減ったとは言え、在職中は株式と深く関わってきただけに、やはり株価は気にかかる。しかし、筆者は“バブル崩壊後の高値”という言葉に違和感を覚える。株式市場におけるバブルの頂点は 1989 年大納会（12 月 29 日）の 3 万 8915 円 87 銭であり、翌年の大発会でいきなり 3 万円を割るような大暴落となったわけではない（1990 年の大発会の終値は 3 万 8712 円 88 銭で、その後 3 月 30 日に 2 万円台まで低下した後、同年 8 月までは 3 万円台に回復する局面もあった）。2021 年に 3 万円の大台を回復した時のニュースをネットで検索してみても、「3 万円を回復するのは 1990 年以来 30 年ぶり」とされているだけでバブル崩壊後の最高値という表現は使われていない。今回、あえて最高値更新と表現しなければならない理由でもあるのだろうか。

株式市場がピークをつけた 1989 年（平成元年）は 34 年前になる。在職する多くの人はバブルを知らないだろうし、バブル経験者も当時は入社後間もない若者であり状況をよく知らない人が多いだろう。そこでバブルを知らない多くの人のために当時のことを振り返ってみたい。筆者は 1989 年当時、かつて 4 大証券と呼ばれた会社の 1 つで現役アナリストとして鉄鋼、電力・ガス、大手化学といった業界を担当していた。これらの業種は土地持ちでいわゆる含み益の大きい企業が多く、バブル相場の中心となっていた。その意味では歴史的な高値を演出した業界の 1 つとも言えるのかもしれないが、正直言ってアナリストの声が相場に反映されるような状況ではなかったのは事実である。

バブル時には企業価値の評価の主眼が、企業の収益獲得能力ではなく株式及び土地という保有資産に置かれていたと考えられる。企業価値は保有資産の含み益を加えて評価されるため、含み益の増加がさらなる株価上昇の要因になるのである。例えば、持合株式を所有していれば株式市場が上昇すると含み益が拡大し、さらなる株価上昇につながる。土地については価格上昇が株式以上であったことに加えてフューチャーバリューBPS（1 株当たり純資産の将来価格）なる驚くべき概念も生みだされた。保有する土地の将来の含み益が 2000 円に拡大するのであれば、株価も 2000 円まで上昇すべきという考えである。これは将来の地価上昇という不確定要因を前提に、しかも将来価格と現在価格の時間的な経済価値の変化も全く反映しない非常識な理論である。年金制度でいえば、脱退を考慮せずに将来加入者を含めた年金の給付見込額の総額を債務とするような見積り最大化である。

業績は確かに好調であった。実態が悪くないうえ、企業は投資家から集めた資金で財テクを行い、金融収益で利益を積み増したからである。金融収益は企業が生み出す付加価値ではないので本質的には株価を上昇させる要因ではないはずだが、マイナス材料ではないので売り材料にもならない。結局、株価の先行きには不安を持っていても強く否定する根拠もない。筆者は、バブル期の終盤に上司が言っていた「風船を持つ手を放しても、風船はすぐには落ちてこないよ」という言葉が忘れられない。確かに、割れなければすぐには落ちてこないのだが、昭和の風船は最後に破裂してすぐに落ちてしまったのである。

足元の株高はグローバルでの割安感を踏まえた海外投資家の資金流入が背景にあるようだが、この動きを持続させるためには企業の収益獲得能力の引き上げや人的資本を含む資本効率の向上がカギとなるであろう。

2023 年 6 月 20 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