

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2024 年 9 月号

《次期年金改革に向けて その15》 社会保障審議会 第 17 回年金部会および第 36 回企業年金・個人年金部会の概要 トータルリワード戦略コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	1
《歴史を振り返る その3》 企業年金の歴史③～現状と今後～ トータルリワード戦略コンサルティング部 フェロー 阿久津 太	9
《ビジネスコーチング》 コーチング面談による組織の活性化 トータルリワード戦略コンサルティング部 人事戦略室 コンサルタント 五十嵐 慶久	19
《サステナブル投資》 サステナブル投資商品規制と商品区分の考察 サステナブルインベストメント部 岡本 卓万	23
《時事のつぶやき》 情けに報いる アナリスト 久野 正徳	35

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

社会保障審議会 第 17 回年金部会および 第 36 回企業年金・個人年金部会の概要

トータルリワード戦略コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

7月30日に開催された「第17回年金部会」では、これまでの議論を踏まえて、次期公的年金改正の基本的考え方と対応の方向性が示されると共に、障害年金と遺族年金に関する見直し案が事務局から提示されました。

また、「第36回企業年金・個人年金部会」（以下、企・個部会）では、次期企業年金・個人年金改正に向けて、DC制度に関する見直し案が事務局から示され議論が行われました。それぞれ、今年末の次期年金改正の議論のまとめに向けて検討が進められていきます。本稿では、これらの内容についてお伝えします。

1. 第17回年金部会の概要

第17回年金部会（2024年7月30日）では、次期公的年金改正に向けた「基本的な考え方」と「今後の対応の方向性」が示されました。基本的な考え方としては、社会変化に合わせた年金制度としていくために「働き方に中立的な制度を目指し、ライフスタイル等の多様化を年金制度に反映すること」と、長期化する高齢期の経済基盤を充実させるために「所得保障・再分配機能の強化を図る」ことで、これは、2020年年金改正時に示された基本的な考え方を踏襲するものです（図表1）。

（図表1）次期公的年金改正に向けた基本的な考え方と対応の方向性

次期年金改正の基本的考え方

- (1) 働き方に中立的な制度を目指すとともに、ライフスタイル等の多様化を年金制度に反映
- (2) 高齢期の経済基盤の安定や所得保障・再分配機能の強化を図る

次期年金改正の対応の方向性

- ①働き方に中立的な制度の構築
（論点）被用者保険の適用拡大、いわゆる「年収の壁」と第3号被保険者制度、在職老齢年金制度等
- ②ライフスタイル等の多様化への対応
（論点）高齢期より前の遺族年金、加給年金等
- ③平均寿命の延伸や基礎年金の調整期間の長期化を踏まえた、高齢期の経済基盤の安定、所得保障・再分配機能の強化
（論点）マクロ経済スライドの調整期間の一致、標準報酬月額の上限等
- ④業務運営改善関係・その他所要の事項への対応

出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」資料1等より筆者作成

この基本的な考え方に沿って、今後の対応の方向性として、見直し項目が示されました。これに対して、出席委員からは「マクロ経済スライドの名目下限措置の撤廃は次期（2025年）改正での検討が必要」との意見や「基礎年金拠出期間の45年化については次々回の年金改正で検討とすべき」との意見が述べられました。

これらの見直し項目は、年金部会での議論が一巡して洗い出されたものであり、個々の見直し項目に対する具体的な見直し案は今後、順次、事務局から示されてくる見込みです。今回の部会では、「障害年金」と「遺族年金」についての見直し案が事務局から提示されました。

(1) 障害年金の見直し案について

障害年金は、被保険者期間中の傷病によって日常生活能力や労働能力などが制限されるような障害の状態になった場合に、一定程度以上の障害を有する者は、就労することが困難になり、長期間にわたり所得が減少又は喪失することが多いため、国民の生活の安定を図るための年金給付として位置付けられています。

(図表2) 障害年金に関する現時点での課題と見直し案

検討課題	現状の問題点	検討内容	考慮すべき事項	見直し案
①初診日要件	社会保険制度では、保険加入中に発生した保険事故に対して給付を行うことが原則であり、現行は、保険事故の発生時点において厚生年金保険の被保険者でなければ障害厚生年金は支給されない。	障害厚生年金において、保険事故の発生時点を初診日とすることを維持しつつ、延長保護や長期要件(注1)を認めるべきかどうか。	障害厚生年金において、延長保護、長期要件を認めることが、被保険者要件を不要にすることを意味するのであれば、老齢年金と同様に保険料拠出要件のみで足りることになり、障害基礎年金や遺族年金も同様の取扱いとすべきかも検討する必要があり、老齢年金、障害年金、遺族年金の保険原理を考慮して検討する必要がある。	引き続きの検討とする
②事後重症の場合の支給開始時期	障害認定日において障害等級表に定める障害の状態に該当しなかった者でも、その後症状が悪化し、65歳に達する日の前日までに、障害等級表に定める障害の状態になり、本人の請求があったときは、請求日に支給権が発生し、請求日の属する月の翌月分から支給される。	事後重症の場合も障害等級に該当するに至った日が診断書で確定できるのであれば、その翌月まで遡って障害年金の支給を認めるべきかどうか。	遡及した場合の障害認定日の時点においても、加入要件と保険料納付要件を満たしているのであれば、法改正により事後重症の遡及認定を認めることは、保険原理の観点での問題は無い。一方で、障害等級該当性を過去に遡って認定できるのか、という実務上の問題が生じる。	引き続きの検討とする
③直近1年要件(2026年3月31日までの特例措置)	障害年金・遺族年金の保険料納付要件は、原則、国民年金法第30条第1項ただし書等において3分の2要件とされているが、特例措置として、2026年3月31日以前に初診日がある場合は、初診日のある月の前々月までの1年間に保険料未納期間がなければ、納付要件を満たしたものと扱われる(昭和60年改正法附則第20条等)。	直近1年要件について、令和8年3月31日が当該措置の期限となっているが、次期制度改正に向けて、これまで同様に10年間の延長をすべきかどうか。	本特例は、過去、10年間の延長が何度か繰り返されてきており、役割を終えているとも考えうるが、一方で、現在もこの特例措置によって障害年金の受給につながっているケースがあることに留意する必要がある。	10年間延長する
④障害年金受給者の国民年金保険料免除の取扱い	保険料の法定免除制度は、納付への努力をしているものの、なお納付が困難な低所得者や障害者などの方々についても年金を受給できるようにといういわゆる国民皆年金の考えに基づいた制度。法定免除期間については、保険料納付済期間に算入されない。	障害年金受給者の法定免除期間について保険料納付済期間と同じ扱いにするべきかどうか。	生活保護法による生活扶助等を受けているの方々など、障害年金の受給権者以外の法定免除該当者との公平性について考慮する必要がある。	引き続きの検討とする
⑤障害年金と就労収入の調整	老齢厚生年金では、厚生年金の適用事業所で就労し、一定以上の賃金を得ている60歳以上の厚生年金受給者を対象に、老齢厚生年金の一部または全部を支給停止する「在職老齢年金制度」があるが、障害年金にはそのような仕組みはない。	障害年金と就労収入の関係をどのように考えるか。両者の間で一定の調整を行うべきか。	金額の設定や他の障害者支援施策での給付等とのバランスをどのように考えるかという観点で課題がある。また、障害の種類により、就労が障害年金の認定基準に影響しない場合がある。	引き続きの検討とする

出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」資料2より筆者作成

そのため、通常は加齢に伴って起こる稼得能力の喪失が、現役期等に障害状態となることで早期に到来することに対応するものとして、当該保険事故に起因して、一定の所得保障を行うことを目的とした給付です。

しかし、年金を取り巻く環境が変化していく中、2019年12月27日「社会保障審議会年金部会における議論の整理」^{注2}において、「障害年金についても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対応についての検討を進めていくべきである」と明記されたことから、次期年金改正に向けての検討項目とされたものです。

既に、第5回年金部会（2023年6月26日）及び第15回年金部会（2024年5月13日）において、障害年金の現状の課題についての議論が行われ、これまでの意見を基に、現時点で議論が求められる課題として、①障害厚生年金の初診日要件について、②事後重症の場合の支給開始時期について、③保険料納付要件の直近1年要件の取り扱いについて（2026年3月31日までの特例措置）、④障害年金受給者の国民年金保険料免除の取り扱いについて、⑤障害年金と就労収入の調整について、の各項目が挙げられました（前頁図表2）。

これらの課題について、事務局から「③の直近1年要件は、2026年3月31日が特例措置期限だが、取扱いの検討は丁寧に実態把握を行う必要があることを踏まえ、引き続き10年間延長することでどうか。その他の検討課題については、次期改正までに整理が付くものは対応するが、様々な課題があり丁寧な議論が必要となるため、引き続き検討とすることとしたらどうか」との案が示されました。

この事務局案について、委員からは同意する意見が多数ありました。また、直近1年要件以外の検討課題については、実態を踏まえつつ次々回の年金改正に向けて引き続き議論が必要との意見も複数の委員から出されました（図表3）。

（図表3）障害年金の見直し案に対する出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見
✓ 事務局案に対して同意する意見が多数
✓ 20歳未満の障害年金については所得制限を廃止したらどうか
✓ 直近1年要件以外の検討課題については、実態を踏まえつつ次々回の年金改正に向けて引き続き議論が必要（複数の委員から同様の意見あり）

出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」を視聴して筆者作成

（2）遺族年金の見直し案について

続いて、遺族年金についてですが、遺族基礎年金は、主たる生計維持者である国民年金被保険者等が死亡した場合に「子」及び「子のいる配偶者」に対して、生活の安定を図ることを目的として基礎年金を給付する制度です。一方、遺族厚生年金は、主たる生計維持者である厚生年金被保険者等が死亡した場合に、その死亡した者によって生計を維持されていた「配偶者、子、父母、孫、祖父母等」の遺族に対して、従前の生活を保障することを目的とした制度であり、支給対象者が異なります。

また、遺族年金では受給要件として年収850万円未満という生計維持要件がありますが、この850万円は、社会通念上著しい高額収入者として被用者全体の上限10%の年収を基準に規定されているものです。

遺族年金の基本的な考え方は、家計を支える者が死亡した場合に、残された遺族の所得保障を行うものですが、制度創設時の時代背景を内包し、男性が主たる家計の担い手であるという

考え方に基づく給付設計となっています。そのため、男女共に就労することが一般的となっている現代社会においては、そぐわない給付設計が一部あることから、男女間における遺族年金の支給要件の差異等について、時代の変化に合わせて見直すことが必要であるとされました。

既に、第6回年金部会（2023年7月28日）において、遺族年金の課題についての議論が行われ、現時点で議論が求められる課題として、①遺族厚生年金の男女差の解消について、②遺族厚生年金の有期化の可否について、③遺族年金の受給要件である生計維持要件850万円について、④遺族基礎年金の支給停止要件について（親が再婚した場合の子への支給停止等）が挙げられました（図表4）。第17回年金部会では、これらの課題について、事務局から「20代～50代に死別した子のない配偶者の遺族厚生年金については、男女共に配偶者の死亡という生活状況の激変に際して生活を再建することを目的に5年間の有期給付として年齢要件に係る男女差を解消する案」が示されました（図表4,5）。5年間の有期化に伴う配慮措置として、現行の850万円未満の収入要件の廃止、「有期給付加算（仮称）」の創設、「死亡時分割（仮称）」の導入が、併せて提示されました。なお、見直しについては相当程度の時間（施行日から25年程度）をかけて段階的に施行（5年毎に5歳引上げ等）することが説明されました。さらに、養育する子がいる世帯や高齢期（60歳以上）の夫婦及び施行日前に受給権が発生している遺族厚生年金については、現行制度の仕組みを維持することが説明されました。

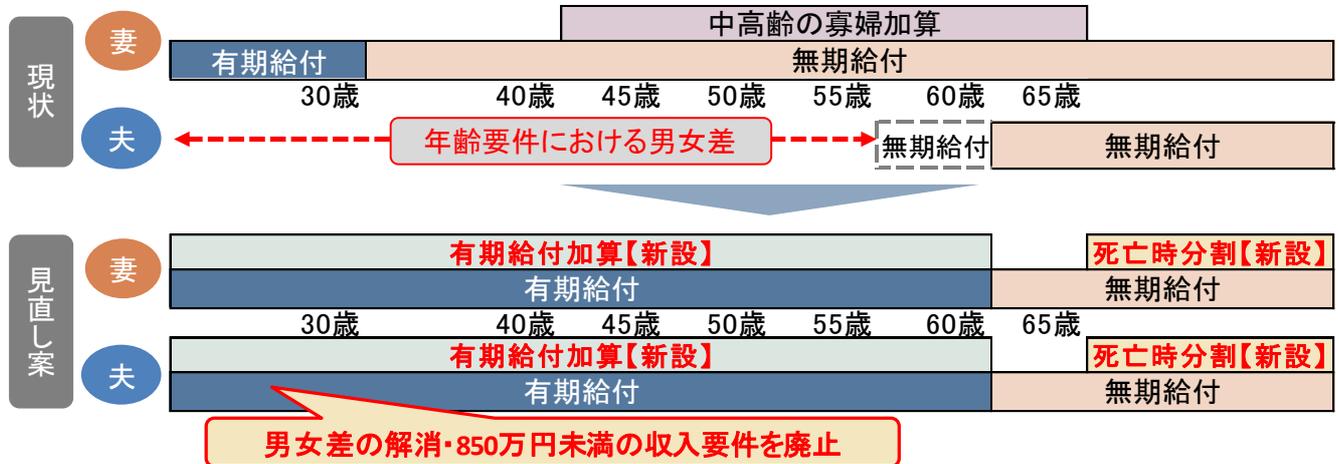
また、④遺族基礎年金の支給停止要件について、現行、子に対する遺族基礎年金は、遺族基礎年金の生計維持要件等に該当せず受給権を有さない父又は母と生計を同じくするときは支給停止されます。これは、生計を同じくする父又は母がある場合は、子は当該父又は母によって養育され、遺族基礎年金の支給の必要がないと考えられるためで、例えば、遺族配偶者が再婚した場合、子が元配偶者に引き取られた場合、直系血族（又は姻族）の養子になった場合等です。しかし、離婚の増加等の子を取り巻く家庭環境の変化を踏まえ、配偶者に遺族基礎年金の受給権が発生しない場合において子の生活の安定を図る遺族基礎年金の目的を達するため、子が置かれている状況により遺族基礎年金の支給が停止される不均衡の解消を図る必要があることから、子に対する遺族基礎年金の支給停止を廃止する案が示されました。

（図表4）遺族年金に関する現時点での課題と見直し案

検討課題	見直し案
①遺族厚生年金の男女差の解消	<ul style="list-style-type: none"> ○配偶者の死亡という生活状況の激変に際して生活を再建することを目的に5年間の有期給付とし、年齢要件に係る男女差を解消する なお、相当程度の時間をかけて段階的に施行（5年毎に5歳引上げ等） 【有期化に伴う配慮措置】 ・現行の遺族厚生年金額（死亡した被保険者の老齢厚生年金の4分の3相当額）よりも金額を充実させるための「有期給付加算（仮称）」を創設 ・現行の遺族厚生年金と比べて受給期間が短くなるため、死亡者との婚姻期間中の厚年間に係る標準報酬等を分割する「死亡時分割（仮称）」を導入 ・現行の収入要件（850万円未満）を廃止 ・養育する子がいる世帯、高齢期（60歳以上）の夫婦及び施行日前に受給権が発生している遺族厚生年金については、現行制度の仕組みを維持する 【中高齢寡婦加算及び寡婦年金】 ・女性の就業進展及び男女差の解消という観点から将来に向かって段階的に廃止する なお、廃止に際しては十分な経過措置を設ける ・現行の生計を同じくする父又は母（再婚・離婚・養子等により遺族基礎年金の受給権がない者）があることによる支給停止規定を見直し、子に対する遺族基礎年金の支給停止を廃止
②遺族厚生年金の有期化の可否	
③生計維持要件である850万円	
④遺族基礎年金の支給停止要件	

出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」資料4より筆者作成

(図表 5) 20 代～50 代に死別した子のない配偶者の遺族厚生年金に関する見直し案



出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」資料4より筆者作成

この事務局案についても、委員からは同意する意見が多数でしたが、有期化については丁寧な議論が必要との意見も出されました。また、遺族年金については、雇用政策と一緒に考え、遺族が働きやすい環境整備を行っていくことも必要との意見も述べられました（図表6）。

(図表 6) 遺族年金の見直し案に対する出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見	
✓	事務局案に対して同意する意見が多数
✓	なお、有期化については丁寧な議論が必要との意見もあり
✓	遺族年金については「子」を第一受給者に変更したらどうか
✓	死亡時分割は離婚時分割の基本的考え方及び法令の整合性整理が必要
✓	遺族年金については、雇用政策と一緒に考えて遺族が働きやすい環境整備を行っていくことも必要

出所：厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」を視聴して筆者作成

(3) 年金広報・年金教育の取組について

事務局からの報告事項として、厚生労働省としての2024年度の年金広報・年金教育の取組について、次のような報告がなされました。①2024年5月に新たな中高生向け教育資料を公開、②年金教育動画の第4弾を公開、③公的年金制度の財政の枠組みの説明用動画を公開、④大学及び高校での年金対話集会における意見聴取を31回実施したことなどです。これまでに年金部会でも、国民に対する分かりやすい広報が不可欠であるとの意見が述べられており、近年、中高生向け教材や大学・高校などでの対話集会の実施、各種のツールを活用した国民への周知が積極的に行われています。

2. 第36回企・個部会の概要

第36回企・個部会（7月31日）では、以前まとめられた「議論の中間整理（2024年3月28日）」^{注3}の中から、私的年金の普及・拡大のための「DC制度の環境整備」に関する見直し案が事務局から示されました（図表7）。

(1) DC 制度の環境整備の見直し案

DC 制度に関する見直し案として、①簡易型 DC については、未だ設立実績がない。簡易型 DC に適用されていた手続簡素化の一部を通常の企業型 DC に適用した上で、通常の企業型 DC に統合したらどうか。②iDeCo+ についての人数要件については、2020 年 10 月に 100 人以下に拡大されており、現行で全厚生年金保険適用事業所の 99% をカバーしていることから、まずは普及促進を優先したらどうか。また、現在、DB を実施する企業は iDeCo+ が実施できないため、中小企業の選択肢を拡大するために、DB を実施する中小事業主が iDeCo+ を実施できるようにしたらどうか、との案が示されました。

さらに、③いわゆる総合型 DC は、現状の法令上での規定がないが、実施状況は、現行、約 27,000 事業所（約 890,000 人）と推定される。DB の総合型と同様に法令上で規定することや、さらなる実態把握を進めるための追加報告をしたらどうか、との案が示されました。

④企業型 DC の自動移換については、自動移換者対応として 2018 年 5 月に転職前の企業型 DC や、自動移換された年金資産を転職後の企業型 DC や iDeCo に移換する改正法が実施されましたが、自動移換者については毎年一定数の流入が続き、既存の自動移換者数と資産額が増え続けている状況にあります。これを受け、米国等の事例を参考に、企業型 DC 規約に、事前に退職等の資格喪失時の資産の移換先 iDeCo を規程する等の、より加入者の資産の保護に資するような仕組みを導入することについて検討したらどうか、また、既に自動移換されている者を減らすための方策について何が考えられるかとの問題提起がなされました（図表 7）。

(図表 7) DC 制度の環境整備に関する見直し案

検討課題	現状の課題	見直し案
①簡易型 DC	<ul style="list-style-type: none"> 企業年金の普及・拡大のために 2018 年に創設（通常の企業型 DC よりも制度設計を簡素化（全員加入・定額掛金等）し、設立時提出書類を削減）したが、設立申請はゼロ 一方、設立時提出書類の簡素化ニーズはあるものと思われる 	<ul style="list-style-type: none"> 簡易型 DC の手続簡素化の一部について、企業型 DC 制度に適用することで、中小事業主を含めた事業主が取り組みやすい仕組みに改善する その上で、簡易型 DC を通常の企業型 DC に統合
②iDeCo+	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年に創設、2024 年 3 月末時点で実施事業主数 7,424、加入者数 47,012 人まで増加 iDeCo+ の実施要件について、従業員規模を 100 人以下から 300 人以下に拡大する施策を実施済（2020 年 10 月施行） 	<ul style="list-style-type: none"> 300 人以下の人数要件については、現状で全厚生年金保険適用事業所の 99% をカバーしていることを踏まえ、まずは普及促進を優先し、現状維持とする 中小企業の選択肢の拡大のため、DB を実施する中小事業主が iDeCo+ を実施できるよう DB との併用を認めることとしたらどうか
③いわゆる総合型 DC	<ul style="list-style-type: none"> 法令上「総合型 DC」は設けられていないが、代表事業主が「総合型 DC」と称して、加入事業主を広く募っている例が存在し、代表事業主が運営管理機関の関連会社である例も存在する 	<ul style="list-style-type: none"> 制度としての法令上の位置づけ、「見える化」等を通じて加入者のための適切な商品選択を進めるための方策を検討する必要がある さらなる実態把握を進めるための追加報告
④企業型 DC の自動移換	<ul style="list-style-type: none"> 退職により加入者資格喪失後 6 か月以内に、移換手続をしない場合、資産が国民年金基金連合会に自動移換され運用されないまま手数料のみ引かれる者が多く存在（2023 年 3 月末時点で 661,528 人、資産額 2,818 億 9,700 万円） そのため、転職前の企業型 DC や、自動移換された年金資産を転職後の企業型 DC や iDeCo に移換する改正を実施済（2018 年 5 月施行） 	<ul style="list-style-type: none"> 自動移換の新規発生を抑制するため、米国等の事例（事前に移換先の個人型 DC を規程する等）を参考に、より加入者の資産の保護に資する制度的対応について検討する 既存の自動移換者を減らすための方策について検討する

出所：厚生労働省「第 36 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1（2024.7.31）より筆者作成

この事務局案について、通常の企業型 DC の手続きの一部を簡素化し、簡易型 DC を統合する方針については同意多数でしたが、その他の項目については以下のような様々な意見が述べられました（図表 8）。

（図表 8） DC 制度の環境整備の見直し案に対する出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見	
✓	通常の企業型 DC の手続きの一部を簡素化し、簡易型 DC を統合する方針について同意多数
✓	iDeCo+ の人数要件については現状維持で同意多数
✓	iDeCo+ と DB との併用については、認めても良いという意見と、ニーズ把握から始めて慎重に検討すべきとの意見あり
✓	総合型 DC は、法令での正式な位置付け、ガバナンス等の強化を実施すべきという意見と、実施実態を把握した上で今後の方策を検討すべきとの意見あり
✓	自動移換については、米国の例を参考に自動移換者が発生しない制度とすべきという意見と、あくまで個人の選択を尊重し、加入者への説明を十分に実施すべきとの意見あり
✓	自動移換手数料の引き上げや、少額の場合は現金支払いを認めても良いのではとの意見もあり

出所：厚生労働省「第 36 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」（2024.7.31）を視聴して筆者作成

（2）「経済財政運営と改革の基本方針 2024」等について（報告）

政府が、2024 年 6 月 21 日に閣議決定した「経済財政運営と改革の基本方針 2024」の中から、DB・DC に関係する項目について、事務局から説明がありました。資産運用立国実現プランの実行に向けては、①DB・DC の改革を進め、加入者のための企業年金の運用の見える化等により、アセットオーナーシップの改革を推進していくこと、②iDeCo の拠出限度額及び受給開始年齢の上限引上げについては、2024 年中に結論を得るとともに、手続の簡素化など加入者・受給者の負担軽減に取り組んでいくこと。さらに、アセットオーナーシップ改革として、アセットオーナー・プリンシプルの策定を行っていくこと、が報告されました。

なお、アセットオーナー・プリンシプルについては、パブリックコメントが終了（2024 年 7 月 25 日）しており、現在公表待ちです（本誌執筆時点）。正式に公表された後には、関係省庁と足並みをそろえて実施を推進していくことが事務局から説明されました。

（3）金融経済教育推進機構 J-FLEC の事業概要等（報告）

2024 年 4 月に発足した、金融経済教育推進機構（以下、J-FLEC）^{注4}の事業概要等について、8 月から以下施策を順次実施していく事が報告されました。J-FLEC では、①講師派遣事業、②イベント・セミナー事業、③マネープラン無料体験事業、④学校等への支援事業（学校、職域、一般向けの講義資料を公開）等が実施される予定です。なお、厚生労働省としても J-FLEC と連携して、DB・DC 向けに J-FLEC の周知を実施していくとのことです。

今年末に向けて、残り 4 カ月となり、次期公的年金と DB・DC 等改正内容が順次示され、年末に向けての議論の取りまとめが進んでいく見込みです。2025 年改正に向けてどのような改正内容となるのか、引き続き注視が必要です。

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。

注1：延長保護とは、被保険者資格喪失後の一定期間内に初診日があれば、被保険者資格喪失後の保険事故発生も給付対象にする考え方。長期要件とは、厚生年金保険料の納付済期間が一定以上あれば、被保険者資格喪失後に保険事故が発生した場合であっても、厚生年金の給付対象にする考え方。

注2：厚生労働省「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）

<https://www.mhlw.go.jp/content/12501000/000581907.pdf>

注3：厚生労働省「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の中間整理」（2024年3月28日）

<https://www.mhlw.go.jp/content/12401000/001236826.pdf>

注4：「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」第97条第2項に基づき2024年4月5日に、設立登記が完了。国民のニーズに応えた金融経済教育の機会を官民一体で全国的に拡充していくことを目的としている。

<参考資料>

◆厚生労働省「第17回社会保障審議会年金部会」（2024年7月30日）

https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/nenkin_20240730.html

◆厚生労働省「第36回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料（2024年7月31日）

https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_41816.html

◆政府「アセットオーナー・プリンシプル（案）に関する意見募集について」（2024年6月24日）

<https://public-comment.e-gov.go.jp/pcm/detail?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=060240624&Mode=0>

注記 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。

企業年金の歴史③

～現状と今後～

トータルリワード戦略コンサルティング部 フェロー 阿久津 太

2024 年 4 月より企業年金の歴史について連載してきましたが、今月が最終回となります。これまで、4 月号では制度の枠組みの変遷、6 月号では財政/会計基準の変遷について解説してきました。今月は、DB にかかる「現状と今後」について解説します。

1. はじめに

DB は、経済/労働環境の変化等を受け、2002 年に創設されました。その後、DB の関係者は、継続的な金利低下、多岐に亘る財政/会計基準変更を踏まえて、DC 移行、予定利率引下げ、給付減額、リスク対応掛金等、制度/運用両面から様々な見直しを行ってきました。

本稿では、足下の現状を踏まえ、今後の DB を考えるヒントについて整理します。

2. 現状① 潤沢な剰余金

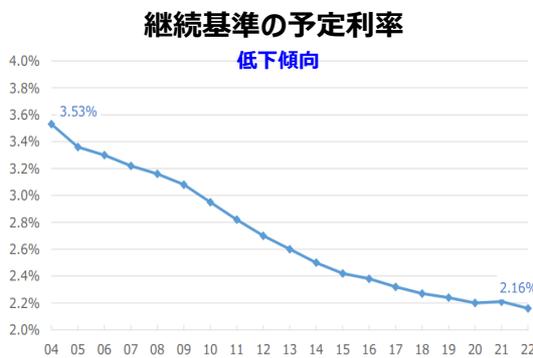
DB の財政状況は安定しており、総じて高水準の剰余金を有しています。

■継続基準

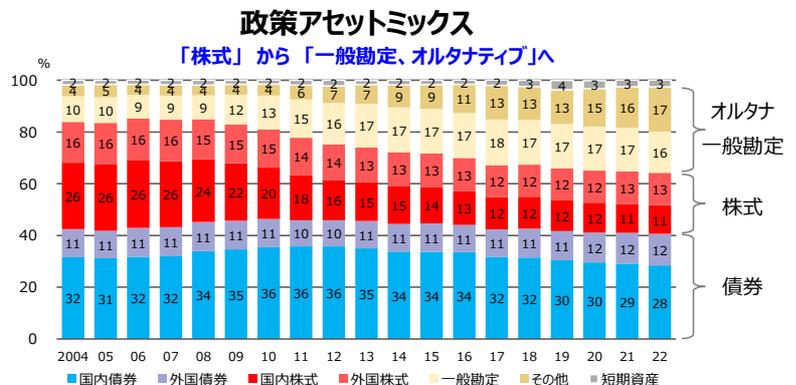
図表 1 は、継続基準の予定利率、政策アセットミックスの推移を示しています。

継続基準の予定利率は、一貫して低下傾向にあります。また、予定利率引下げに伴う運用目標収益率（目標リターン）の引下げにより、政策アセットミックス上、「株式」から「一般勘定、オルタナティブ」へのシフトが鮮明です。

(図表 1) 継続基準の予定利率、政策アセットミックスの推移



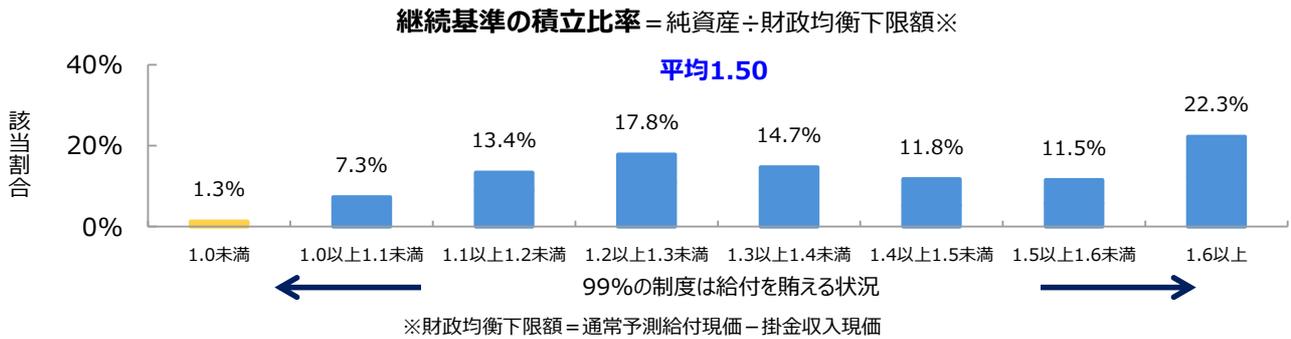
出所：第 2 回資産運用立国分科会 資料 3



出所：企業年金連合会企業年金実態調査 2022 年概要版より筆者作成

図表 2 は、継続基準の積立比率を示しています。財政状況は総じて良好で、99%の制度においては、「現有資産と将来の掛金を以て、将来の給付を賄える＝給付を賄って余り（剰余金）がある状況」にあります。

(図表 2) 継続基準の積立比率



出所：弊社総幹事 DB の 2024 年 3 月財政決算データより筆者作成

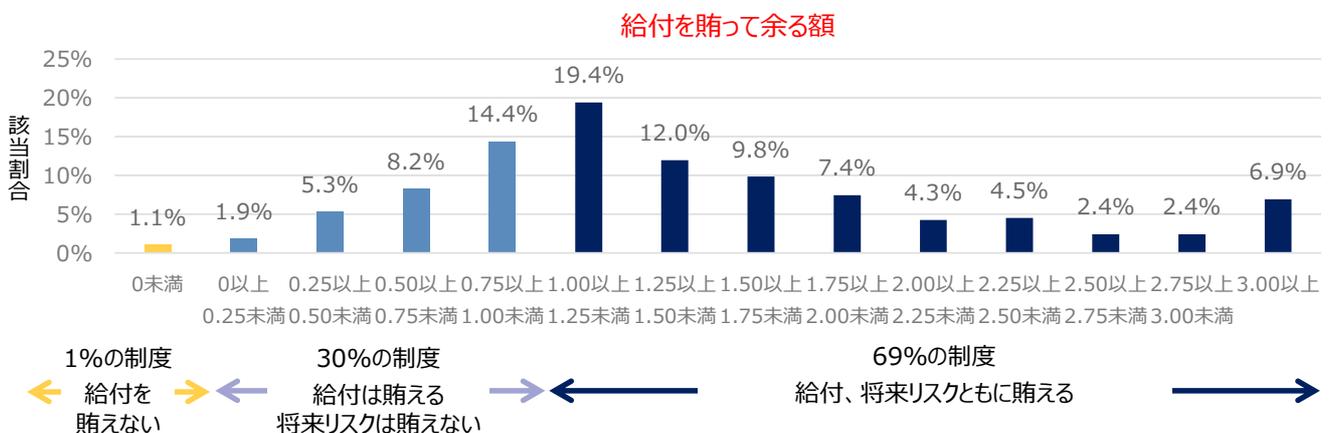
給付を賄って余りがある 99%の制度について、解像度を上げて、より詳細に分解します。

図表 3 は、「将来の財政悪化リスクへのカバー率」を示しています。99%のうち、30%の制度においては、カバー率が 0 以上 1 未満で、「現有資産と将来の掛金を以て、将来の給付は賄えるが、将来の財政悪化リスクは賄い切れない状況」です。69%の制度においては、カバー率が 1 以上で、「将来の給付、将来の財政悪化リスクともに賄える状況」です。

財政悪化リスク相当額の算定方法は様々で、負債変動リスクを含む/含まない等の違いがあります。しかしながら、どのような算定方法であっても、少なくとも価格変動リスクは含まれています。すなわち、69%の制度は「給付はもとより、将来の 20 年に 1 度程度の価格変動（経済クラッシュ）もカバーできている状況」です。特にカバー率が 1.0 を大きく超えている制度においては、何のために剰余金を温存しているのか、再確認する必要があると考えられます。

(図表 3) 将来の財政悪化リスクへのカバー率

将来の財政悪化リスクへのカバー率 = $\frac{\text{純資産額} + \text{掛金収入現価} - \text{通常予測給付現価}}{\text{財政悪化リスク相当額}}$



出所：弊社総幹事 DB の 2024 年 3 月財政決算データ（財政悪化リスク相当額がゼロの制度を除く）より筆者作成

(参考) 非継続基準

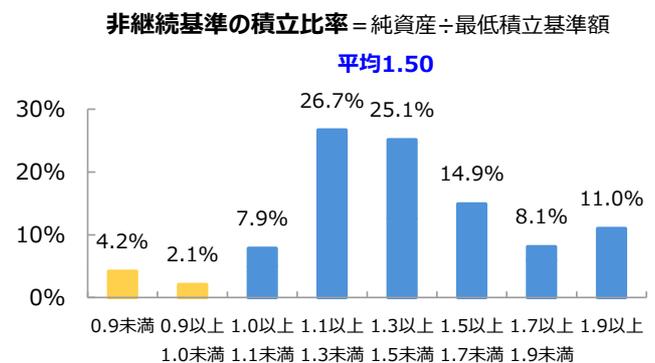
図表 4 の左グラフは、非継続基準の予定利率（告示の率）の推移です。非継続基準の予定利率は、最低積立基準額算定上の割引率であり、原則として 30 年国債応募者利回りの過去 5 年平均を使用します。図表 4 のとおり、従前継続する金利低下により低下傾向にありましたが、2022 年度以降上昇傾向に転じています。

右グラフは、非継続基準の積立比率です。積立比率は概ね良好であり、非継続基準の予定利率の上昇等も相俟って非継続基準への抵触懸念は軽減されています。

(図表 4) 非継続基準の予定利率（告示の率）の推移、積立比率



出所：厚生労働省告示、財務省ウェブサイトより筆者作成



出所：弊社総幹事 DB の 2024 年 3 月財政決算データより筆者作成

【再確認すべき事項】

何のために剰余金を温存しているのか

- ✓ 足下の財政状況は安定しており、総じて高水準の剰余金を有しています
- ✓ このような中、現状多くの DB は「剰余金を温存したまま、将来の財政悪化リスクに備えている」あるいは「剰余金を温存したまま、剰余金水準を勘案して目標収益率を引き下げている」と推察されます
- ✓ 何のために剰余金を温存しているのか、再確認する必要があると考えられます

3. 現状② 期待収益率（期待リターン）の底上げ

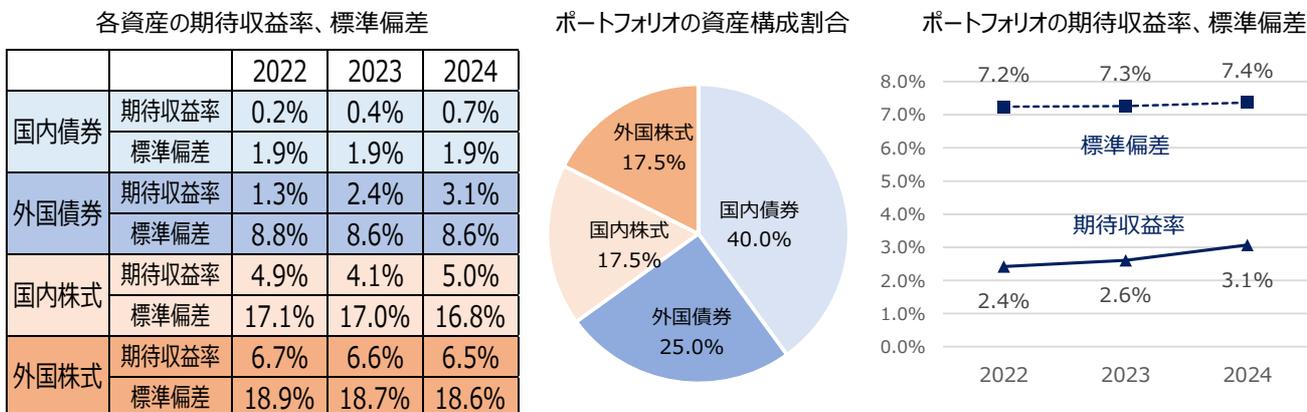
各資産の期待収益率の底上げにより、さらに剰余金が増加する可能性があります。予定利率の引上げも選択肢の 1 つになり得ます。

■さらなる剰余金

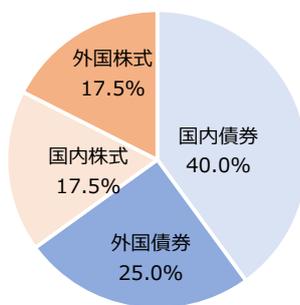
図表 5 の左グラフは、弊社の市場見通しに基づく、伝統 4 資産の期待収益率の推移です。種々の経済環境変化を受け、各資産の期待収益率が全体的に底上げされています。

ポートフォリオ全体への影響は実際の資産構成割合によって異なりますが、例えば中央グラフの資産構成割合を持つポートフォリオの期待収益率は、右グラフのとおり増加傾向にあります。多くのポートフォリオは伝統 4 資産を中心に構成されていますので、一般に、今後、さらに剰余金が増加する可能性があります。

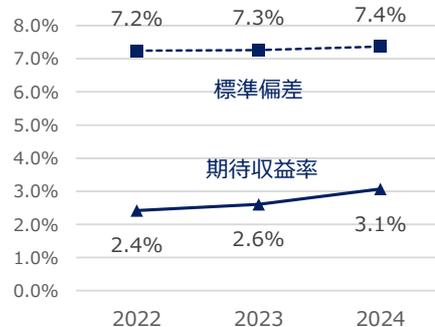
(図表 5) 期待収益率の底上げ



ポートフォリオの資産構成割合



ポートフォリオの期待収益率、標準偏差



出所：弊社の市場見通し等に基づき筆者作成

【再確認すべき事項】

剰余金を温存するのが最善か、剰余金を有効活用する手段はないか

- ✓ 第2章で解説したとおり、多くのDBには既に潤沢な剰余金があります
このような中、剰余金は今後さらに増加する可能性があります
- ✓ 剰余金が無制限に増加することはありません
年金資産が法令上の積立上限額を超過すれば、強制的に掛金停止/減額となるからです
しかしながら、個々の財政状況に照らして、剰余金を温存するのが最善か、剰余金を有効活用する手段はないか、再確認する必要があると考えられます

■ 予定利率の引上げ

ポートフォリオ全体の期待収益率の増加が合理的に見込まれるのであれば、目標収益率である「継続基準の予定利率（以下、予定利率）」の引上げも視野に入ってきます。

予定利率引上げは、DB創設以降の環境（継続的な金利低下、不安定な運用環境）においては採り得なかった選択肢と考えられます。予定利率の引下げは、足下の安定的な財政運営、良好な財政状況に至った主要因であり、「予定利率の引上げは、財政の健全化に逆行する」という感覚があるかもしれません。しかしながら、足下の環境変化を踏まえると、真つ当な選択肢として浮上してきます。

【再確認すべき事項】

予定利率は現状のままでよいか

- ✓ ポートフォリオ全体の期待収益率の増加が合理的に見込まれるのであれば、予定利率の引上げも視野に入ってきます
- ✓ 個々のポートフォリオ（資産構成割合等）に照らして、予定利率は現状のままでよい
か、再確認する必要があると考えられます。

4. 現状③ インフレ

足下でインフレ傾向が見られます。このような中、図表 6 左図のとおり、多くの制度で採用しているポイント制、国債連動 CB においては、給付の実質価値が低下する可能性があります。

例えば、国債連動 CB（国債利回りを基準とした指標を、給付に反映）の場合、右グラフのとおり、2013～2022 年において国債利回りと物価上昇率は連動しませんでした。実際の給付と物価上昇率の大小関係は、指標の設計（○年国債利回りの過去△年平均、上下限の有無、一定率の加算の有無等）によって異なりますが、設定次第では給付の実質価値が維持できない可能性があります。

一方、実績連動 CB（運用実績を給付に反映）においては、給付の実質価値を維持できると考えられます。理由は、①DB では株式や債券に投資、②投資理論上、株式や債券の期待収益率＝期待インフレ率＋実質金利＋リスクプレミアム、③したがって、長期的に見れば、運用実績は物価上昇率を上回るはず、です。

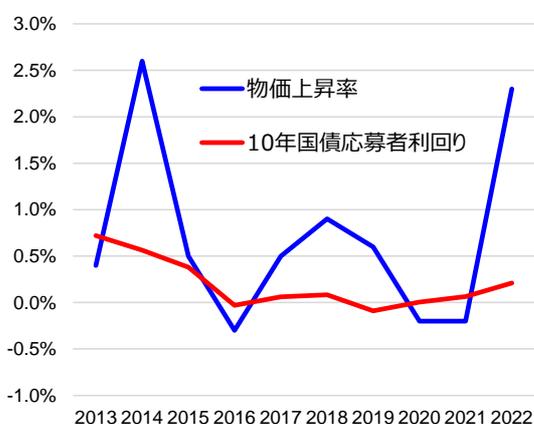
また、リスク分担型（積立状況を給付に反映）については、運用実績が積立状況に反映されるため、長期的には実績連動 CB と同様の傾向を示すと推察されます。実際に、弊社総幹事のリスク分担型企業年金制度では、2024 年 3 月期財政決算において、リスク分担型導入以来はじめて給付増額（調整率＞1.0 となったため、給付を増額調整）となるケースが生じています。

（図表 6）インフレ耐性比較

インフレ耐性の評価 多くの制度にはインフレ耐性がない

給付額算定形態		インフレ環境下で給付の実質価値を維持できるか
一般	定額制	× 維持できない
	最終給与比例	○ 物価上昇率と同程度の賃上げあれば維持できる
	ポイント制	× 維持できない
ハイブリッド	国債連動CB	△ 維持できない可能性あり (実際に国債利回りと物価上昇率は連動せず)
	実績連動CB	◎ 維持できる (長期的に運用実績は物価上昇率を上回る)
	リスク分担型	◎ 維持できる (長期的には実績連動CBと同様の傾向)

10年国債応募者利回り vs 物価上昇率 国債利回りと物価上昇率は連動しなかった



出所：総務省「消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数）」、財務省ウェブサイトより筆者作成

【再確認すべき事項】

インフレ対応として、給付増額、制度変更は考えられないか

- ✓ インフレ傾向が見られる中、多くの制度において、給付の実質価値が低下しています
インフレ傾向が継続すれば、実質価値の低下は累積的に進みます
- ✓ 給付増額、制度変更（運用実績 CB、リスク分担型等、インフレ耐性のある制度への切替）は考えられないか、再確認する必要があると考えられます

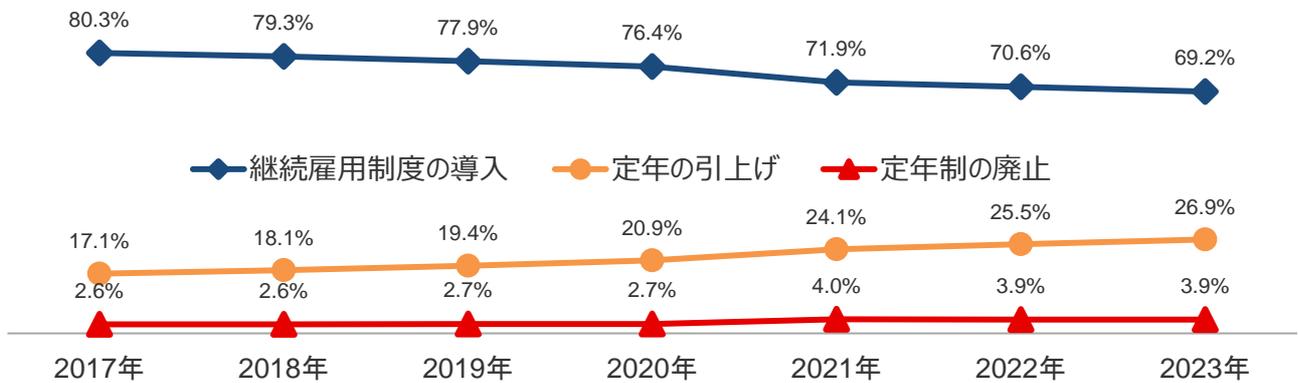
5. 現状④ 高齢者雇用への対応

高年齢者雇用安定法により、企業は、65 歳までの雇用確保措置（定年引上げ、継続雇用等）」の義務、70 歳までの就業確保措置の努力義務を負っています。

65 歳までの雇用確保に関する現状は、図表 7 のとおりです。定年引上げ、定年制廃止といった抜本的な措置を採用している企業は、未だ 3 割に留まるものの、徐々に増加しています。

なお、70 歳までの就業確保措置については、現時点では努力義務です。しかしながら、公的年金、DB 等において、70 歳までの就業を前提とした動き（厚生年金被保険者の加入可能年齢を 70 歳へ引上げ、DB の受給開始年齢の上限を 70 歳に引上げ）が見られます。将来的な義務化を見据え、定年引上げも絡めた DB 加入の是非等を再確認すべきと考えられます。

(図表 7) 雇用確保措置への対応状況



出所：厚生労働省「令和 5 年『高年齢者の雇用状況』集計結果」に基づき筆者作成

【再確認すべき事項】

DB の適用範囲は適切か

- ✓ 将来的な 70 歳までの就業確保措置の義務化を見据え、シニア層に対する DB 適用の是非を再確認する必要があると考えられます
- ✓ 同様に、非正規雇用労働者に対する DB 適用の是非も再確認する必要があると考えられます

6. 現状⑤ アセットオーナー・プリンシプルの制定

アセットオーナー・プリンシプル（以下、プリンシプル）は、「成長と分配の好循環」の実現に向けた、企業年金を含む幅広いアセットオーナーに共通する運用/ガバナンス/リスク管理に係る共通の原則で、近々公表される見通し（8/19 時点では未公表）です。

プリンシプルは法的拘束力を有しないソフトローですが、アセットオーナーに対して「プリンシプルを受け入れ、受益者等の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、それぞれのステークホルダーあるいは対外的に示すこと」が期待されています。

パブリックコメント時に示されたプリンシプル（案）においては、受益者等の最善の利益を勘案して運用目的、運用目標、運用方針を定めること（原則 1）、運用目標等に照らして体制整備を行うこと（原則 2）、運用方針に基づき運用方法の選択等を行うこと（原則 3）、ステークホルダーへの説明責任を果たすために運用状況を開示すること（原則 4）、運用目標の実現のために、例えばスチュワードシップ活動を行うこと（原則 5）が掲げられています。

原則 1 における受益者等については、「資産運用の成果により直接的又は間接的に利益を享受する主体として、それぞれのアセットオーナーが位置づける者」とされています。運用目的については、利益を享受させるべき受益者等は誰か、を整理する必要があります。また、「受益者等の最善の利益を勘案する上では、受益者間の公平（現下の受給者と将来の受給者の利益相反の調整）も考慮されるべき」とされています。

原則 4 においては、ステークホルダーの範囲、開示情報の範囲ともに、その定義はそれぞれのアセットオーナーに委ねられています。

（図表 8）アセットオーナー・プリンシプル（案）

原則1	<p>受益者等※1の最善の利益※2を勘案し、運用目的※3を定めた上で、運用目標、運用方針を定めるべき</p> <p>※1 アセットオーナーの資産運用の成果により直接的又は間接的に利益を享受する主体として、各アセットオーナーが位置づける者</p> <p>※2 受益者等の最善の利益を勘案する上では、受益者間の公平（例えば、現下の受給者と将来の受給者の利益相反の調整）等も考慮されるべき</p> <p>※3 運用により利益を享受させるべき受益者等が誰か、何のために運用するのか</p>
原則2	運用目標、運用方針に照らして、必要な体制整備を行うべき
原則3	運用方針に基づき、運用方法の適切な選択、適切なリスク管理（投資先の分散等）を行うべき
原則4	<p>ステークホルダー※4への説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供※5（「見える化」）を行うべき</p> <p>※4 受益者等、資金拠出者等、その他損益の影響を受ける者等、各アセットオーナーにより様々</p> <p>※5 運用目的・運用目標・運用方針やガバナンス体制・運用体制の紹介等にとどめるケースから、運用の概況（残高や収益の状況、保有資産の内訳等）、負債に照らした資産の状況（積立水準等、運用委託先の金融機関等（委託金額や報酬等））</p> <p>さらにはリスク管理に関する詳細（VaR 等の定量的なリスク指標の状況やストレステストの実施状況等、運用力強化の取組方針等）に至るまで広範に情報提供するケースまで様々考えられる</p>
原則5	運用目標の実現に向けて、投資先企業の持続的成長に資する工夫（スチュワードシップ活動等）をすべき

出所：内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」（案）に基づき筆者作成

原則 1～5 の多くは、既に DB 法令等で規定されています。また、DB の究極の目的は「給付を確実にすること」にあります。プリンシプルを受け入れたとしても、現行どおりの運営に基づき、現行規約に定める給付を確実に行えば、表面的な形式要件は満たすのかもしれませんが。

しかしながら、DB においては、今後これまで以上に「受益者等の最善の利益」を意識した制度運営が求められ、ステークホルダーや市場から実質的な対応状況を評価されることを意識しなければなりません。

したがって、DB 基金におかれては、プリンシプルを受け入れるか否かにかかわらず、母体企業と連携しつつ、根本的な思想（DB の意義や位置付け、適用範囲、給付水準、財政運営方針等）を再確認しておくことが望ましいと考えられます

【再確認すべき事項】

DB の意義や位置付け、適用範囲、給付水準、財政運営方針等は妥当か

- ✓ DB においては、今後これまで以上に「受益者等の最善の利益」を意識した制度運営が求められます
- ✓ プリンシプル受入れ有無にかかわらず、受益者等の最善の利益を意識した上で、DB に対する根本的な思想を再確認しておくことが望ましいと考えられます

7. 今後の DB を考えるヒント

本章では、第 2～6 章で言及した各種現状、再確認すべき事項を踏まえ、今後の DB を考えるヒントを整理します。

まず、第 2～6 章の「再確認すべき事項」をまとめると、下表のとおりです。

潤沢な剰余金	何のために剰余金を温存しているのか
期待収益率の底上げ	剰余金を温存するのが最善か、剰余金を有効活用する手段はないか
	予定利率は現状のままでよいか
インフレ	インフレ対応として、給付増額、制度変更は考えられないか
高齢者雇用への対応	DB の適用範囲は適切か
アセットオーナー・プリンシプルの制定	DB の意義、位置付け、適用範囲、給付水準、財政運営方針等は妥当か

次に、上記の再確認すべき事項を再編すると、「DB の意義、位置付け≒なぜ DB なのか」、「DB の財政運営方針≒予定利率と剰余金をどうするか」に分類されます。再確認にあたっては、「DB ありき、DB に限定した視点」ではなく、「金銭報酬/非金銭報酬を俯瞰したトータルリワードの視点」が不可欠です。したがって、再確認には、企業年金のみならず、母体企業も含めた DB 関係者が参画することが肝要です。

■DB の意義、位置付け ≒なぜ DB なのか

人的資本経営の観点から、人を投資対象として捉えた場合、当然投資には成果が求められますので、企業は様々な投資対象から慎重に選択する必要があります。また、従業員ニーズや働き方等価値観が多様化する中、従業員への報酬形態（報い方）も多様であるはずで

再確認にあたっては、投資対象、報酬形態に多様な選択肢がある中で、財務視点のみならず、サステナビリティ視点も含めて、退職給付制度ありきではなく、トータルリワードの視点から、「どのような戦略の下、従業員に何を期待し、何で報いるのか。なぜ DB でなければならないのか。」といった根本的な問いに対して、自社の個別事情を考慮した上で、しっかり向き合うことが肝要です。

図表 9 のとおり、トータルリワードの視点から見ると、DB は一般に「長期の金銭報酬」であり、「退職後の所得保障」に資する選択肢として位置付けられます。しかしながら、「退職給付」に代えて別の報酬で報いる方法もあります。同じ長期の金銭報酬であっても、やる気を促し、企業利益の共有や従業員エンゲージメントを重視するのであれば、「退職給付」ではな

く「株式報酬」という選択肢もあり得ます。また、長期の金銭報酬である「退職給付」に代えて、短期の金銭報酬「給与」と非金銭報酬「資産形成」の組み合わせもあり得ます。

なお、上記については、従業員の属性（正規、非正規、シニア等）に分けて整理する必要があります。その属性に応じた整理に基づき、DB への適用是非を決定するのが自然です。

(図表 9) トータルリワード戦略 <REWARD STRATEGY> ~金銭報酬 7 項目×非金銭報酬 7 項目~

項目	報酬区分	概要	効果	
			やる気	安心感
R etirement benefit 退職給付	金銭報酬	退職に起因して退職後の所得保障を目的に支払われる金銭（企業年金や退職一時金など）		○
E SOP (Employee Stock Ownership Plan) 株式報酬	金銭報酬	会社業績や貢献などに応じて株式を交付するインセンティブ制度（株式交付信託など）	○	
W elfare 福利厚生	金銭報酬	従業員の生活支援、健康維持などを目的として提供されるもの（社会保険や社宅など）		○
A sset building 資産形成	金銭報酬	将来の備えとして貯蓄や投資を活用しながら資産を築いていくこと（投資教育など）		○
R ecognition 承認	非金銭報酬	従業員の意見や行動に対して、正当性や妥当性を認めることや同意すること		○
D iversity Equity Inclusion 多様性 公平性 包括性	非金銭報酬	様々な考えや価値観、バックグラウンドを持つ従業員が生き生きと活躍できるように環境整備すること		○
S alary 給与	金銭報酬	月々の労働の対価として従業員に支払う金銭	○	
T alent management 戦略的人事配置	非金銭報酬	人事戦略を実現するために、従業員の特性や強みを生かした配置、登用、育成などを行うこと	○	
R ating 評価	非金銭報酬	従業員の業績や能力を踏まえ、報酬や昇進などの人事査定に反映させる仕組み	○	
A llowance 手当	金銭報酬	職務や労働条件の特殊性などに応じて給与に上乗せして支払われる金銭（資格手当・家族手当など）	○	○
T eam building チームビルディング	非金銭報酬	スキルや経験を活かして目標を達成できる組織を良好なチームワークのもとに作り上げていく仕組み	○	○
E nvironment 職場環境	非金銭報酬	照明や温度などの室内環境や職場の人間関係を含む働く上での従業員を取り巻く環境		○
G rowth opportunity 成長機会	非金銭報酬	日々の業務や研修などを通じて新しいスキルやノウハウを身に付け、成長していく状況や機会	○	
Y early bonus 賞与	金銭報酬	短期の個人業績や会社業績などに応じて給与とは別に支払われる金銭	○	

出所：WEB 労政時報「人的資本経営時代におけるトータルリワード戦略 - 第 5 回 トータルリワードの効果測定」[図表 1]

■DB の財政運営方針 ≡ 予定利率と剰余金をどうするか

投資対象、報酬形態として DB を継続する場合、財政運営方針を再確認する必要があります。再確認にあたっては、「給付＝現有資産＋掛金＋運用収益」という等式を組み立て直すこととなりますが、潤沢な剰余金、期待収益率の底上げを背景に、組み立てには多様なバリエーションがあります。

(図表 10) DB の財政運営方針（イメージ）



出所：筆者作成

図表 10 は、DB の財政運営方針（イメージ）を示しています。「①現状」は、現有資産、将来の掛金、将来の運用収益を併せると、将来の給付を賄って余り（剰余金）がある状態です。「②予定利率を引き下げて、掛金増額」は、従前よく採られた対応で、足下の健全な財政状況に繋がった主要因と考えられます。

財政運営方針を大きく組み立て直し、何らかの変革する場合には、変革の原資をどうするかによって異なります。

まず、予定利率を据え置いたまま、「原資＝剰余金」とする場合を考えます。「③予定利率を据え置いたまま、剰余金を取り崩して、掛金減額」は、剰余金取崩しによる経済的便益を企業に還元するもので、剰余金を原資として、掛金を減額し、当該掛金減額相当額を母体企業のより合理的な投資対象に投下するイメージです。合理的な投資対象には、企業のための投資（設備投資等）、従業員のための投資（研修費等）両方あり得ます。

「④予定利率を据え置いたまま、剰余金を取り崩して、給付増額」は、剰余金取崩しによる経済的便益を従業員に還元するもので、剰余金を原資として、掛金水準をあまり変えずに、給付を増額するイメージです。給付増額には、インフレ環境下で給付の実質価値を維持/改善、シニア層や非正規雇用労働者への適用拡大等が考えられます。

次に、剰余金を取り崩さず、予定利率を引き上げることにより「原資＝運用収益見込みの増加」とする場合を考えます。「⑤剰余金を取り崩さず、予定利率を引き上げて、掛金減額」は、運用収益見込みの増加を原資として、掛金を減額するイメージです。「⑥剰余金を取り崩さず、予定利率を引き上げて、給付増額」は、運用収益見込みの増加を原資として、掛金水準をあまり変えずに、給付増額するイメージです。

現行の財政運営方針を再確認するにあたっては、上記のように多様なバリエーションが採り得ることを念頭に、総合的に比較考量する必要があります。

8. さいごに

2024 年 4 月より企業年金の歴史について連載してきました。6 月号で解説したとおり、DB を初めとする企業年金の歴史においては、創設以来、大きく 3 つのフェーズ※がありました。※フェーズ 1（規制緩和：1997～2006 年）、フェーズ 2（DB、DC の定着：2007～2016 年）、フェーズ 3（新たな財政運営：2017～2022 年）

このような中、現状、潤沢な剰余金、期待収益率の底上げ、インフレ、アセットオーナー・プリンシプルの制定といった状況にあります。本稿で解説した再確認には、相当なエネルギーを要します。相当なエネルギーをかけたにもかかわらず、再確認の結果、「現状のままが最善である」という結論も十分考えられます。

一方で、もしかしたら、多くの DB において、変革が生じ、フェーズ 4 が到来するかもしれません。

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。

コーチング面談による組織の活性化

トータルリワード戦略コンサルティング部 人事戦略室 コンサルタント 五十嵐 慶久

コーチングは「自律的な成長機会を創出する」ことが目的であり、面談は「人材育成とモチベーションアップの場」と位置付けることができます。マネジメント手法としてよく使われる2つを上手く結びつけることで、部下の「目標の実現をサポートする」ことができ、組織の活性化につなげることができます。

本稿では、ビジネスコーチングの観点から面談を充実させる方法について解説します。

1. ビジネスコーチング

(1). コーチングとは

コーチングの「コーチ (Coach)」という言葉は、1500年代から使われています。その語源である「馬車」の役割は、それに乗る人が望む目的地まで送り届けることです。その後、教育やスポーツなどの分野では、単に知識や技術を教えるのではなく、相手がゴールを目指すように、マインドへ積極的に訴えかけて、個人や組織の目標達成をサポートする存在として認識されました。

(2). 安西先生の姿勢

アニメファンが選ぶ理想のコーチ No.1 は、1990年代に大ヒットして、昨今も再映画化されて話題になった「SLAM DUNK」に登場する、安西先生こと「安西光義」だそうです。ふだんは穏やかな笑みを浮かべていることが多いものの、「あきらめたら、そこで試合終了ですよ」といった、ときどき心に刺さる鋭い指摘と的確なアドバイスを送る、そんなキャラクターが印象的です。チームに責任と権限を委譲し、自分からは意識的に口を出さないようにしていますが、チームが本当に窮地に陥った時には的確な方針を打ち出し、チームの精神的な後ろ盾となっていることが、多くの人々から強く支持を得ている理由なのではないでしょうか。

(3). 理想のコーチ像

ここで述べた「馬車」と「安西光義」を通して、コーチングには2つのキーワードが見いだせます。

- ◆ 相手が望む目的地まで送り届ける
- ◆ 心に刺さる鋭い指摘と的確なアドバイスをする

常に変革が求められるビジネスの分野においても、リーダーなどに求められる「マネジメントスキル」の一つとしてコーチングが注目されているのはご存じの通りです。部下が実現したいゴールを共有した上で、対話を重ねて目標達成を実現させるのです。

(4) 部下にセルフマネジメントさせる

コーチの役割は、相手の目標達成を支援することです。相手が目指すゴールに必ず到達できると信じて、自身で考えながらゴールに向かっていくことを支援するのです。コーチングで大切なことは、対話をもって相手に考えさせ、答えを導き出してもらうことになります。

コーチとしての姿勢	旧来の上司の姿勢
考えさせる	教える
気づかせる	指摘する
振り返らせる	修正する
説明させる	解説する
相手のペースで進めさせる	上司のペースで進める
相手が来るのを待つ	上司からぐいぐい迫る

上司が手取り足取り教えなくとも、「部下自身が自らを管理し自ら成長していくようにする力」、「上司が部下をマネジメントする以上に部下自身にセルフマネジメントさせる力」、これが部下の自律性と成長意欲を高める本質的なコーチングであり、「上司力」になります。そして、この「上司力」を活用することで、「面談」をより充実させることができます。

2. 面談を充実させる

(1) 面談は人材育成とモチベーションアップの場

- 短期間で何人もの面談をこなさなくてはならない
- 日々の業務が忙しくて、なかなか面談の準備ができない
- こちらはやる気だが、どうも相手があまり話をしてこない

こんな理由から面談を季節行事としてやり過ごしてしまい、面談に苦手意識を持つ人は少なくありません。しかし、面談は方法次第で目標設定や評価のすり合わせに留まらない可能性にあふれています。部下と上司の双方にとって役に立ち、相互理解やモチベーションアップにつながるポイントを挙げさせていただきます。

(2) 面談の目的とは

部下は次のような点で面談が役立つと考えています。部下のやる気を高めたり、可能性を引き出したり、上司と信頼関係を構築する場としても面談を有効活用できます。

- ◆ 普段は言えないことを伝えたり、確認できたりする
- ◆ 相互の理解を通じて信頼関係が深まる
- ◆ フィードバックを受けることで軌道修正ができる

- ◆ 問題を整理したり、優先順位を決めたりできる
- ◆ 対話をすることで自分の考えがまとまり、業務に対する責任感が高まる
- ◆ 対話を重ねることで、共通の目標に向かい頑張ろうといった協働意識が高まる
- ◆ 目標設定や自己評価をすることで、自分を見つめ直してキャリア意識が高まる

(3) 面談のゴールを共有し準備をさせる

面談の日時を指定され、何の準備もなく面談当日を迎え、上司主導で面談が進むと、部下は受け身になってしまいます。目的を事前に伝えることで、面談を始める前から部下の思考を刺激して自律性を高めることができます。

- ◆ 面談の目的は何か
- ◆ 面談で何を決めたいか
- ◆ そのために何を話し合いたいのか
- ◆ よって何を準備して欲しいのか

(4) リクエストで刺激を与える

面談の際に、組織目標や個人の役割分担などを確認・理解するなどの基本的な目的に加えて、以下のようなリクエストをすることで、対話が進みます。

- ◆ 今回は特にみんなから業務改善の提案を聞かせて欲しい
- ◆ 今期はチームのレベルアップを遂げたいので、各自のスキルアップ計画を聞かせて欲しい
- ◆ 新しいチームなので、これまでのキャリア・知見を新チームに活かす方法を聞かせて欲しい

その期のテーマに関連する内容をリクエストすることで、普段は見られない部下の能力や意識を引き出したり、マンネリ化しがちな定期面談に変化を起こして、部下に刺激を与えることもできます。

(5) 面談のゴールを明確にする

人は一人ひとり状況も個性も違います。そこで、一人ひとりについて面談で実現したいことを明らかにして面談に臨みたい。「例えば・・・」という感じで、面談のゴールイメージを持つことで、面談での会話の焦点が定まります。

- ◆ 成長著しいAさんには、高いリクエスト（適切なストレッチ）をして、さらに実力を発揮してもらおう
- ◆ リーダー候補のBさんには、自分の目標だけではなく、チーム全体の活性化にも目を向けてもらおう
- ◆ 入社したばかりのCさんには、プロジェクトに参画してもらい、信頼関係を築ききっかけを作ろう
- ◆ アイデアマンのDさんからは、チームへの提案を引き出して、それを意欲につなげよう

(6) 面談のその後にも気を配る

面談はその場で完了するものではなく、むしろコミュニケーションのスタートです。面談後も次のように関わり続けることで、部下の成長意欲を高めて組織の活性化を実現できます。

- ◆ 面談で設定した目標や活動について、話し合う時間を定期的に設ける
- ◆ 面談で設定した目標や話題になったことを、普段の会話でも意識的に話をする
- ◆ 面談で部下から受けた提案やリクエストについて、回答をして進捗共有をする
- ◆ 面談で話題になったことや気になったことに関する情報や知見を提供する

(7) 面談の質を左右する普段の関わり

最後にもっとも重要なポイントを1つ挙げます。面談に向けてどんなに計画や準備をして、面談中に部下の話に耳を傾けたとしても、普段は全くコミュニケーションのない上司に部下が本音を話すとは考えにくいものです。やはり「普段からのコミュニケーションや信頼関係」と「面談の質」は比例します。ぜひ面談に限らず、次のポイントを意識して部下との関係づくりに取り組んでいただきたいです。

- ◆ 日頃から部下と話す時間を意識的に持つ（たとえ雑談でも、まずは質より量です）
- ◆ 部下の目標や業務の進捗に注意を払い、必要に応じて相談を受けてアドバイスする
- ◆ 部下の変化や達成したいことをタイミングよく話題にしたり承認する
- ◆ 部下について理解・認識する（知ろうとすることは最大の承認です）
- ◆ 自分についても部下に知らせる（よく知らない人に自分のことは話しません）
- ◆ 部下の将来や志望について話を聞く機会を意識的に設ける

以上、コーチングと面談について、上司としての立場から解説いたしました。人と人との対話におけるポイントとしては普遍的な内容であることを付け加えさせていただきます。

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。

サステナブル投資商品規制と商品区分の考察

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

グリーンウォッシュの問題を背景にサステナブル投資商品の規制の整備が進んでいます。規制の内容としては開示や投資基準に加え投資商品の区分や名称に関するルールがありますが、最近 EU や英国で区分や名称に関する新しいルールが整備されつつあります。この新しいルールの進展を確認するとともに、日本でのサステナブル投資商品の区分や名称ルールの今後について考察します。

1. ブームに水を差すウォッシュ問題

サステナブル投資商品のブームは欧州では日本より一足早く訪れました。2015 年のパリ協定を境に、気候変動課題の解決に向けた投資が誘発される機運が生まれ、脱炭素社会の実現を目指した社会・産業構造の変革に向けた取り組みが始まったことが後押しとなったと思われま
す。EU が「サステナブル・ファイナンス行動計画」を発表したのは 2018 年 3 月です。ところがサステナブル投資商品がブームを迎える中で、中身が伴わないのにサステナブルな投資商品であるかのように装う、いわゆるウォッシュの問題が顕在化しました。

(1). ウォッシュの顕在化

サステナブル投資商品であることを謳いながら、投資実態は他の投資商品と変わらないことをグリーンウォッシュまたは単純にウォッシュと言います。ウォッシュとは「洗う」という意味ですが、昔古びた建物の壁を白いペンキで塗りつぶして新しいかのように見せかけることをホワイトウォッシングと呼んだことに由来する言葉です。

日本でも以前、「ESG」の名称を冠した投資信託が、同じ会社が提供する別の投資信託と保有銘柄構成がほとんど変わらなかったことから、当局が「ESG 投信としての選定理由がわかりにくい」として説明を求めたと、一部の報道機関によって報じられたことがあります。

海外において良く知られているウォッシュの問題としては、DWS（ドイツ銀行グループのアセットマネジメント会社）における事案です。内部でのアセスメントの結果、ESG インテグレーションを行う投資が対外報告より少ないという社内告発が発端となり、ついには検察・金融当局が DWS と親会社であるドイツ銀行を家宅捜索する事態に発展し、DWS の CEO は辞任するに至っています。米国でも ESG 情報の開示が不十分であるとか虚偽の情報を記載したとしてバンク・オブ・ニューヨーク・メロンの資産運用子会社が 150 万ドルの制裁金を科された事案があります。

(2). ウォッシュ対策としての投資商品規制

サステナブル投資商品のウォッシュ対策は投資家保護の観点からだけでなく、サステナブル投資の推進の観点からも考える必要があります。単に投資家保護ということであれば、

サステナブル投資商品の範囲を規定し、それら商品に対して目論見書などの記載の徹底など開示を充実させれば良いと考えられます。しかしサステナブル投資の推進となると、サステナブル投資という新たなカテゴリーの投資をどうやって投資家に理解してもらうかが重要です。中でも長期投資を担うピースの一員である個人投資家の理解を促すしくみが望まれます。その仕組みとしては、サステナブル投資商品に関する名称規制（サステナブル投資商品ではない商品への誤認を招く名称の禁止）、サステナブル投資商品のわかりやすい区分（分類）、個人投資家向けの簡便な説明などが考えられます。

本稿では、サステナブル投資商品のウォッシュ対策として始まった、各国におけるサステナブル投資商品の範囲規則、開示ルール、商品区分、名称規制などのルールを解説するとともに、日本のルールに与える示唆について考えたいと思います。

2. EU の状況

EU は、早くからサステナブル・ファイナンスを推進してきました。2018 年 3 月に「EU サステナブル・ファイナンス行動計画」を策定しました。計画の第 1 は EU タクソノミーの策定ですが、第 2 として、グリーンファイナンス商品の基準と認証の作成が謳われています。

この計画が具体化したものが EU SFDR（サステナブル・ファイナンス開示規制）です。SFDR は開示規制という枠組みではありますが、サステナブル投資商品の名称規制の役割を一部果たしている他、事実上の商品区分として認識されている側面があります。本章では EU SFDR の内容とその影響について解説します。

(1) EU SFDR

EU SFDR は 2021 年 3 月から適用が開始されました。導入時点では原則的な開示内容が定められたのみで、具体的な開示項目を定めた Level II（細則）が制定・適用されたのは 2023 年 1 月からとなります。Level II が制定された時点で、その開示要件が市場の想定より厳しいものであったため、要件を満たすことが困難と判断されたファンドが自主的にサステナブル投資の看板を外し、より開示条件の緩い分類に移行するという事象が多く発生しました。

EU SFDR では、サステナブル投資の定義として、「①一つ以上の環境目的又は社会目的に貢献する経済活動への投資であって、②他の環境目的のいずれにも重大な悪影響（PAI）を及ぼさず、③投資先企業が良好なガバナンスを実践している」という 3 条件を満たす投資としています。ポイントは①の環境目的、社会目的とは何かということですが、環境目的としては資源の効率的利用、再生可能エネルギー、廃棄物減少、GHG 排出量減少、生物多様性、循環経済の実現などが掲げられており、一方社会目的としては不平等、社会的結束、労働関係、人的資本、恵まれない地域への貢献などが掲げられています。すなわち、企業の外部経済や外部環境に良い影響を及ぼすこと、経済用語でいうと正の外部性をもたらすことを目的としているのが EU のサステナブル投資になります。

その上で SFDR はサステナブルなファンドの定義として、2 段階の基準を設けました。一つは 9 条ファンド（条文の番号からそう呼ばれています）と呼ばれるもので、サステナブル投資を目的とするファンドです。すなわち資産の大部分がサステナブル投資に配分されているファンドが 9 条ファンドになります。

もう一つの 8 条ファンドは、環境・社会特性を促進（promote）するファンドと定義されており、サステナビリティの強度としては 9 条ファンドより弱いものとなります。何が「促進」に相当するものかについては、例えば特定の ESG 評価指標が高いものを組み入れるファンドなど、各運用会社が定義することができ、解釈の幅はかなり広いものだといえます（このことが「何が 8 条ファンドになるのかわかりにくい」とされる要因になっています）。

サステナビリティの強度の違いで分類された 9 条ファンド、8 条ファンドは、EU においては事実上サステナブル投資商品の「区分」として市場から認識されています（図表 1）。すなわち、9 条ファンドは「ダークグリーン」、8 条ファンドは「ライトグリーン」だとされているのです。EU では 9 条ファンドと 8 条ファンドについて、ファンドのサステナビリティ目的（又は戦略）、投資方針・戦略、資産配分などサステナビリティに関する開示の強化が義務付けられます。

（図表 1）EU SFDR のファンド区分、開示要件、投資商品名称規制

ファンド区分	目論見書開示要件（抜粋）	投資商品名称規制
9条ファンド サステナブル投資を目的	<ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティ目的・指標（9条） ・サステナビリティ戦略・指標（8条） 	投資商品名称 "サステナビリティ"用語使用可
8条ファンド 環境・社会特性を促進	<ul style="list-style-type: none"> ・投資方針・戦略 ・資産配分 ・参照インデックス など 	投資商品名称 "ESG"用語使用可

出所：EU SFDR 等各種資料より筆者作成

あわせて投資商品に付ける名称についても規制があります、「ESG」に類する名称をファンドにつけられるのは 8 条ファンド、9 条ファンドに属する場合に限られます。さらに「サステナビリティ」に類する名称が認められるのは 9 条ファンドのみです。このように SFDR は開示規制であると同時に、サステナブル投資商品の区分と認識され、商品名称についても一定の規制を加えるようなルールになっているのです。

（2）サステナブル投資商品名称規制

SFDR はサステナブル投資商品の名称については、大まかな枠組みを示しただけでした。資産運用会社が提供するサステナブル投資商品の種類は実に多様なものですし、また、サステナブル投資商品についてその構成銘柄などがどの程度サステナビリティに基づく投資判断で組み入れられているか（言い換えるとそのファンドのサステナビリティがどの程度「濃ければ」ESG 関連の用語を使用できるのか）。SFDR 自身は細かな基準は示していません。

細かな基準については ESMA（欧州証券市場監督局）が定めています。2024 年 5 月に確定（施行は既存のファンドに対して 2025 年 5 月から）したファンドネーミング・ガイドラ

インでは、サステナビリティ関連用語を商品名称に使用するファンドについて6つの分類を示し、それらについて投資の要件を定めました（図表2）。

これによると、ESMAはサステナブル投資商品の名称を、「トランジション(T)」、「社会(S)」、「ガバナンス(G)」、「環境(E)」、「インパクト(I)」、「サステナビリティ(Su)」の6種類に分類しました。興味深いのはトランジション(T)、インパクト(I)といった分類があることです。特にトランジション(T)については日本政府などがその重要性を訴えてきたところですが、欧州においてもようやく認識が深まったといえるでしょう（後で触れますが英国では一足早くトランジションを意識した投資商品ラベルを導入しています。）

次にこうした名称付けを行うための投資上の基準を示しています。その一つが80%ルールと呼ばれるもので、ファンドの資産の80%以上が投資戦略によって示される環境・社会特性に合致していることが要求されます。これによりサステナビリティの考慮を標榜しながら、銘柄構成は他の通常のファンドとさして変わらないようなファンドはそのような名称を付けることはできません。SFDRの8条9条では定量基準は示されていないので、今回のESMAのガイドラインが定量基準を示した形になります。

もう一つは除外基準で、倫理上や国際規範上問題とされる銘柄については投資対象から除外することが求められるほか、「環境(E)」、「インパクト(I)」、「サステナビリティ(Su)」の3つの分類の名称を使う場合には、一定の基準に基づき化石燃料関連の企業を除外することが求められます。このようにESMAのファンド名称ガイドラインではサステナビリティ関連の名称とそれら商品の投資に関する基準がセットになっています。

（図表2）ESMA（欧州証券市場監督局）のファンド名称ガイドライン

ファンド名称分類	投資基準（資産配分）	投資基準（除外基準）
Su「サステナビリティ」関連名称	80%ルール 資産の80%以上が投資戦略に示される環境・社会特性に合致すること	除外基準 倫理上、国際規範上問題とされる銘柄の除外 Su、I、Eは高炭素排出企業も除外
I「インパクト」関連名称		
E「環境」関連名称		
G「ガバナンス」関連名称		
S「社会」関連名称		
T「トランジション」関連名称		

出所：EU SFDR等各種資料より筆者作成

実はこの除外基準があることで、運用会社の業界ではちょっとした動揺が走っています。それは6つの名称分類に該当するすべてのファンドに除外基準が義務付けられたことです。現状の8条9条ファンドのうち、この除外基準を満たしていないファンドが一定程度あるようです。こうした除外基準が適用されていないファンドについては、ガイドライン適用となる

2025 年の春ごろまでに、除外基準を適用するようファンドの投資戦略を変更するか、投資商品名称を変更することが求められます。

(3) ファンド名称分類の使い方

6 種類のファンド名称分類の話に戻りますが、これらは二つのグループに分けることができます。一つは”E”、”S”、”G”の三つからなるもので、サステナビリティのテーマを示す名称のグループです。もう一つは”Su”、”I”、”T”の三つで、これは投資において追求するサステナビリティ目的を示すものだと考えます。すなわち、”Su”であればサステナブルな事業活動を行う企業への投資を目的とするもの、”I”は環境・社会への具体的なインパクトを追求する投資、”T”はサステナビリティの改善を目指す投資ということになります。すなわち、このファンド分類はサステナビリティテーマとサステナビリティ投資目的という異なる観点での分類基準を組み合わせたものだと言えるのです。

なぜ、異なる観点からの分類を並列的にまとめて 6 種類の分類として提示したのか。ESMA 自身は何も説明していませんが、一方で、ESMA は 6 種類のうち異なる分類に含まれる名称を組み合わせて使用することを認めています。

筆者はこの名称の組み合わせ方によって、サステナブル投資商品の特性が投資家にとって直観的にわかりやすく伝えられるものなるのではと考えています。すなわち、サステナビリティテーマを示す名称とサステナビリティ投資目的を示す名称を組み合わせることで、「サステナビリティの観点で何をテーマに何をを目指すのか」を投資商品名称として示すことができるのです。例えば、環境 (E) カテゴリーに分類される「気候変動」という名称と、トランジション (T) カテゴリーに分類される「トランスフォーメーション」という名称を組み合わせ、**「気候変動トランスフォーメーションファンド」**という投資商品名称を作ったとすると、このファンドが事業活動における脱炭素化を推進する企業への投資であることを想起させます。あるいは社会 (S) とインパクトを組み合わせ、**「ソーシャルインパクト」**というファンド名称とすることで、何らかの社会的インパクトの創出を目指すファンドであることを伝えられるのではないのでしょうか。

(4) 8 条 9 条のファンド区分見直し議論

余談になりますが、最近になって SFDR の 8 条、9 条によるファンド区分に見直しが入る可能性が出てきました。SFDR の適用当初から 8 条、9 条ファンドの区分はわかりにくいとして市場からは不満の声が上がっていました。細則である Level II の内容が公表されたとき、9 条ファンドに対する制約が市場予想より厳しいことが判明し、それまで 9 条ファンドと標榜していた多くのファンドが自主的に 8 条ファンドへ移行（ダークグリーンからライトグリーンへのグレードダウンでしょうか）するという事態が起きました。その後も様々な議論がなされてきましたが、2024 年 7 月に欧州における銀行・証券・保険分野の三つの監督当局(その中には ESMA も含まれます)で構成される欧州監督機構(ESAs)は 8 条 9 条の区分に代わるものとして 2 種類の新たなファンド区分を提案しています(図表 3)。

一つは、「サステナビリティ区分」、「トランジション区分」、「それ以外」の 3 区分に分類するものです。もう一つはサステナビリティとトランジションに関してそれぞれグレ

ード評価のようなことを行うものです。ESAsはこの2種類のファンド区分のいずれかあるいは組み合わせによる、新たな区分を提言しています。

(図表 3) ESAs (欧州監督機構) の SFDR へのファンド区分見直し提言



3. 英国の状況

英国でも、サステナブル投資商品の開示ルールや名称に関するルールを検討してきました。英国のアプローチは欧州とは異なり、ファンドの名称を直接規制するのではなく、投資商品のサステナビリティに関する統一的なラベルを制定しようというものでした。統一ラベルとすることで名称規制にありがちなどちらの分類になるのか判然としない名称の問題がなくなりますし、一般の個人投資家にとっても統一的なラベルの方がわかりやすいものになると考えられます。事実、英国のルールは個人投資家(消費者)をグリーンウォッシュのリスクから保護することを主眼に制定されています。

(1) 英国の SDR 規制

英国では、SDR (サステナビリティ開示要件および投資ラベル) と呼ばれる規制が 2023 年 11 月から適用されています。サステナビリティ投資商品を 4 つに区分した上でそれぞれにラベルを指定するとともに、これらラベルを付ける際には、一定の投資上の基準と、開示要件を満たす必要があるというものです。ラベルが一種の"認証"の役割を果たすことで、投資に詳しくない一般の消費者にとっても、投資商品のサステナビリティに関する特徴を理解しやすくなることから、適切な投資商品選択やグリーンウォッシュの抑制に効果があると期待できます。

図表 4 に SDR におけるラベル分類を示します。「サステナビリティフォーカス(集中)」、「サステナビリティインプルーバー(改善)」、「サステナビリティインパクト(影響)」、「サステナビリティミクスドゴール(混合目的)」の 4 つになります。「フォーカス」は環境・社会的にサステナブルである資産へ投資すること、「インプルーバー」は環境・社会的によりサステナブルになろうとする資産へ投資することであり、ESMA のガイドラインでいうトランジションと同様の意味をもつものと考えられます、「インパクト」は測定可能な環境・社会的インパクトを達成するために投資することをそれぞれ目標としています(「ミクスドゴール」はこれらの混合です)。

4つのラベル区分について、SDRが強調しているのは、これら4種類のラベル間でサステナビリティに関して優劣関係はないとしている点です。SFDRで9条ファンドと8条ファンドでサステナビリティに関する明らかなヒエラルキーを設けたのとは対照的です。

(図表4) 英国 SDR (サステナビリティ開示要件及び投資ラベル) の概要

ラベル区分	投資基準 (資産配分)	契約前開示要件 (抜粋)	投資商品名称規制
サステナビリティフォーカス 環境・社会にサステナブルな資産に投資 	70%ルール 資産の70%以上が投資商品のサステナビリティ目的に合致すること	<ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティラベル ・サステナビリティ目標 ・投資方針・戦略 ・資産配分 ・サステナビリティ目標の達成評価方針・方法 ・サステナビリティ目標のKPI ・スチュワードシップ戦略 ・KPI未達時のアクション +ラベル区分による追加開示	投資商品名称 "サステナビリティ"用語使用可 ("インパクト"はサステナビリティインパクト・ラベルのみ使用可)
サステナビリティインプルーバー サステナビリティ向上を目指す資産に投資 			
サステナビリティインパクト 環境・社会課題の解決を目指すファンド 			
サステナビリティミクスドゴール 上記の目的が複合したもの 			

出所：英国 SDR 資料より筆者作成

SDRでは各ラベルに対する投資基準として、ファンドの資産の70%以上をファンドの投資戦略として示されるサステナビリティ目標に整合する投資先に投資することを要件としています。欧州の基準では80%とややずれがありますが、いずれにせよ、ファンド内の資産の大半をサステナビリティ目標に整合させなくてはなりません。一方でSDRは欧州が求めるような除外基準は求めていません。

また、ラベル付きファンドに対しては、サステナビリティに関する戦略、投資方針と投資戦略、資産配分、参照インデックスの他、スチュワードシップに関する取組みといった開示要件が決められています。これに加えインプルーバーや、インパクトといった分類に該当する場合、ファンドの特性に合わせた追加的な開示が要求されます。

SDRにおけるラベルと投資商品名称の関係をみると、インパクトラベルの付いた商品にしか「インパクト」に類する用語を用いることは認められません。また、いずれのラベルも持たない商品の名称に「サステナビリティ」やこれに類似する用語を用いることはできません。ただ、これ以外のESG用語については、ラベルを持たない投資商品において使用することは、ファンド実態との整合性の観点から慎重に考慮すべきではされていますが、明確に禁止されているわけではありません。英国ではこれとは別に2021年7月に公表されたガイディング原則において、「ファンドの投資方針、戦略にとって実質的かつ重要な方法でESG/サステナビリティ特性、テーマ、アウトカムの追求を行うものでない限り、ファンド名称にサステナビリティに類似する用語を使用することは誤解を招く」としており、こちらの原則と併せて投資商品の名称の規制を行うこととなります。

(2) ラベルとファンド名称の組み合わせ

さて、SDR のラベルを見るとフォーカス(環境・社会にサステナブルな資産への投資)、インプルーバー(サステナビリティ向上を目指す資産への投資)、インパクト(環境・社会課題の解決を目指すファンド)というように、欧州とそれぞれの定義はやや異なるものの、サステナビリティ投資目的で区分されているとあってよいでしょう。SDR のフォーカスは ESMA ガイドラインにおけるサステナビリティ(Su)、SDR のインプルーバーは ESMA ガイドラインにおけるトランジション(T)に近い考え方だと思われます。ミクストゴールはそれらの組み合わせに過ぎないので除外して考えると、SDR のラベルは、ESMA ガイドラインのサステナビリティ投資目的の名称グループとほぼ同じものだと考えられます。

このラベルだけで、投資家が投資商品に興味を示すかということと正直難しいと思います。フォーカスとかインプルーバーというラベルを見てもどんな投資商品かピンと来ないでしょう。環境(E)とか社会(S)といったサステナビリティテーマが示されないままでは投資家の食指は動かないのではないのでしょうか。

前述したように、筆者はサステナビリティテーマとサステナビリティ目的を組み合わせた名称とすることでサステナブル投資商品の特性を適切に反映することができると考えています。SDR の場合は、サステナビリティラベルでサステナビリティ投資目的を示すことができるので、投資商品の名称の方でサステナビリティテーマを表示することで、サステナブル投資商品の特徴がわかりやすい名称になるものと思われま

4. 日本の状況

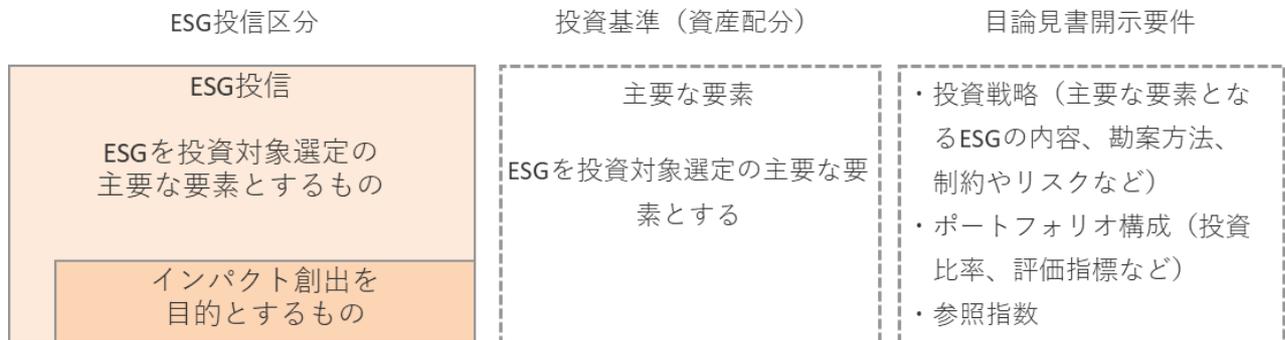
続いて日本の状況について解説します。日本においては 2023 年 3 月に金融庁が「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正しました。これは公募投信を対象に ESG 投資商品の範囲を定めるとともに、これに対する投資の基準や商品の名称について規制を行うものです。規制対象として投信に限定したことは、英国と同様で、個人投資家向け投資商品にターゲットを絞ったものといえるでしょう。

(1) 金融庁 監督基準

金融庁は、ESG 投信の範囲を「ESG を投資対象選定の主要要素としており、かつ交付目論見書にその内容を記載しているもの」と定め、これに該当する投信について、一定の開示を行うことを定めました。さらにインパクト創出目的の場合には追加的な開示を求めています。一方で投資商品の名称に関しては、ESG 投信に該当しない公募投信の名称などに ESG に関連する用語が含まれる場合、誤認防止のため ESG 投信でない旨を交付目論見書に明記するとともに、できる限り速やかに名称または愛称から除外することを求めています。(図表 5)

このように、金融庁の規制は、開示に関するものが中心で、名称に関しては誤認防止として ESG 関連用語の使用に基準を設けたのみで、ESG 投資商品の区分にまでは踏み込んでいません。

(図表 5) 日本 金融庁監督指針による ESG 投信の定義と投資基準、開示要件



出所：金融庁 「金融取引業者向けの総合的な監督指針」より筆者作成

(2) 投資商品区分の乱立

日本における規制は ESG 投信の範囲を定めたものの、ESG 投資商品の区分までは積極的に行うものではありませんでした。日本においては個人投資家のサステナビリティ投資商品への関心が欧州ほど高いとは言えなかったことや、欧州の SFDR における区分が市場に混乱をもたらしている様子を見て、区分を決めてしまうことは時期尚早と判断したのかもしれない。

その代わり日本においては、運用会社において独自の ESG 投資商品の区分を行い公表するところが出てきました。ところが各社とも自社のこだわりがあるためか、ESG 投資商品の分類が各社でバラバラになるといった事態になってしまいました。図表 6 に Web 等で開示されている各社のサステナブル投資商品の区分例を示しますが、区分の数や名称が異なり、A 社のどの区分の商品が、他の会社ではどの区分に該当するのか、見当が付きづらいものになっています。結果的に各社で作られたオリジナルの区分は、投資家の商品選択の助けにはならず、結果としてマーケティングなどで使われることもほとんどないというのが現状のようです。

(図表 6) 日本におけるサステナブル投資商品の区分（例）

A社	B社	C社	D社
トランジションファンド	インパクト投資	インパクトファンド	サステナビリティ・テーマ
インパクトファンド	サステナブル目的投資	ESGファンド	インパクト分析・評価
サステナブルファンド	ESGリーダー		ポジティブ・スクリーニング
ESGファンド	トランジション		
インテグレーションファンド	ESGインテグレーション		

出所：各社開示資料より筆者作成

5. わかりやすい区分に向けて

ここまで、三つの地域でのサステナブル投資商品規制の対象、定義、区分、名称ルールを解説してきました。ここで三つの地域での規制の違いを横比較し、日本の規制への示唆を検討したいと思います。

(1) 三地域の横比較

図表 7 に EU、英国、日本の各地域でのサステナブル投資商品の定義と投資基準、名称規制、ファンドの区分（分類）、名称分類などを比較しています。ポイントを解説していきます。

(図表 7) 三地域のサステナブル投資商品開示、区分、名称ルールの比較

	EU	英国	日本
法令・指針	SFDR(サステナブルファイナンス開示規則)	SDR(サステナビリティ開示要件と投資ラベル)	「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」
対象	原則すべての投資商品	個人向け投資商品	公募投信
開示内容	ESMAが細則を公表	FCA が細則を公表 個人投資家向けの簡便開示あり	監督指針で開示要件を公表
サステナブル(ESG)投資商品の範囲	9条: サステナブル投資を目的とするファンド 8条: 環境・社会特性を促進するファンド	投資目標の一部として、明確で具体的に測定可能な“サステナビリティ目標(objective)”を持つもの。 ※サステナビリティ目標: 正の環境的および(または)社会的成果を、直接または間接に追求ないし改善することを目標として投資する意図についての明示的な表明のこと	ESG投信: ① ESGを投資対象選定の主要な要素としており、かつ、 ② 交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、その内容を記載しているもの
投資基準	80%ルール(ESMAガイドライン) 十一定銘柄の除外	70%ルール	(数値基準なし)
ファンド名称規制	8条、9条ファンド以外は、商品名称にESGに関連する用語を使用できない	ラベルを付けない場合、商品名称に“サステナビリティ”類似用語を使用できない。	ESG投信に該当しない場合、誤認防止措置(交付目論見書に明記)をとり、できる限り速やかに名称から除外する。
ファンドの区分	9条: ダークグリーン、 8条: ライトグリーン が事実上の区分となっているが、わかりにくいなどの批判が多く、新たな分類の議論が続いている。	4つのラベル 「サステナビリティ・フォーカス」 「サステナビリティ・インプルーバー」 「サステナビリティ・インパクト」 「サステナビリティ・ミックストゴール」	明示的なファンド区分の定義なし ⇒各AMがそれぞれ独自の区分定義を実施
名称分類	6つに分類(ESMAガイドライン) ・(T)トランジション ・(E)環境 ・(S)社会 ・(G)ガバナンス ・(I)インパクト ・(Su)サステナビリティ	特になし	特になし

出所：各種資料より筆者作成

開示の対象で見ると、英国の規制は個人投資家向け（英国では“コンシューマー”と呼んでいます）を対象としている点で、原則すべてのファンドを対象とした EU と異なるアプローチを見せています。グリーンウォッシュ対策で保護が必要な個人投資家に重点を置くスタンスが明確だと言えます。日本も対象を公募投信に限っていることから、英国に近い考え方といえるでしょう。

サステナブル（日本では ESG）投資商品の範囲については、地域によってやや異なる定義がされています。EU や英国では環境・社会といった企業の外部に対してよい影響がある（またはあると期待されること）、すなわち外部性が意識されているのですが、日本の定義は ESG を主要な考慮こそしているものの、“ESG” が外部性を意識したものかどうかまでは明記されていません。また、投資基準については EU や英国は 80%、70% という数値基準を設けていますが、日本は“主要”という定性的な表現にとどめています。

開示内容については詳細にわたる比較は本稿の主旨ではないので避けませんが、EU や英国ではかなり細則まで策定・公表されているのに対し、日本は監督指針の中で大まかな開示項目が示されているという違いはあるものの、いずれの地域も投資戦略においてどのようにサステナビリティが考慮されるのか分かりやすく説明することが求められる点は共通しています。

そしてサステナブル投資商品の定義に合致し、適切な開示を行う投資商品以外については、サステナビリティ（または ESG）関連の用語を名称に使用することが規制されるという点でも各地域のルールは共通です。

ここまで述べてきたルールは主にウォッシュを対策という投資家保護の観点で設けられたものということができます。しかしサステナブル・ファイナンスに関する世界的な資金需要をどうやって満たしていくかという観点からは、投資商品の名称や開示方法に工夫を行いわかりやすい見せ方をすることで、特に個人投資家がサステナブル投資商品の投資目的や商品特性を理解しやすくし、投資を促していくことが必要と言えます。

そのために EU や英国ではサステナブル投資商品の特性に合わせて区分を設けたり、区分に対して分かりやすい統一的なラベルを作ったり、投資商品名称の分類ルールを設けたりといった工夫に取り組んでいます。英国では、開示においても個人投資家向けの簡便な開示ルールを策定するなどして、投資家保護にとどまらずサステナブル投資の促進を目指したルール作りに取り組んでいます。とはいえ、EU の SFDR8 条、9 条区分はやや拙速であったようで、わかりにくいとの批判が多く区分の見直し議論に発展していることは既に述べた通りです。

日本はファンド区分について各運用会社が整理を行った結果、定義や名称がバラバラになり、結果的に個人投資家にとってわかりづらいものになっています。

(2) 日本の名称ルールの今後

前述のとおり、日本は ESG 投信の範囲を定義し、一定の開示基準を定めました。ESG 投資商品の基準を定めたタイミングとしては EU に続く速いものだったと言えます。ただし、投資商品の区分や名称のルール付けまでは踏み込みませんでした。これはまずグリーンウォッシュ対策を急ぐ必要があったことが一つ（資産運用業高度化プログレスレポート 2022 において、「ESG 投信を取り扱う資産運用業者への期待」として報告されています）ですが、EU における SFDR のファンド区分を巡る混乱や日本においては個人投資家のサステナブル投資への関心度がそれほど高くなかったことから、ESG 投信の分類までは踏み込まなかったのではないかと思います。

その後、サステナブル投資への投資家の関心は一旦下火になってしまいました。米国では反 ESG の嵐が吹き荒れ、サステナブル投資に関する積極的な発言自体が難しくなっています。

一方で、サステナブル投資の多様な側面が認識されだしていることも確かです。トランジション戦略が有力なサステナブル投資戦略として認識されるようになってきています。日本がかねがね主張していたトランジションへの投資が英国で主要な投資区分として認められ、欧州でも ESMA の名称ガイドラインに組み入れられました。

ESMA や SDR で示された投資商品の名称やサステナビリティラベルに関するルールを見ると、サステナブル投資商品の名称のつけ方についてヒントを提供してくれているように

思います。筆者の考えはサステナビリティテーマとサステナブル投資目的の組み合わせで投資商品の特性が伝わる名称になるというものです。

これらを踏まえると、日本でも ESG 投資商品の名称ルール、あるいは ESG 投資商品区分とラベルについて議論を開始して良い時期になってきたのではないかと思います。資産運用立国実現プランの施策の一つとして「サステナビリティ投資商品の充実」が謳われているように、サステナブル投資の活性化は国の課題でもあります。投資には流行り廃りがあるものです。今はサステナブル投資商品への関心が薄れているとはいえ、次のブームに備える意味で議論しておくべきと考えます。

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

【参考文献、Web】

- ・ “Final Report Guidelines on funds names using ESG or sustainability-related terms”、ESMA (2024.5.14)
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf
- ・ “JC 2024 06 Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)”、FCA s (2024.06)
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf
- ・ “PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels”、UK FCA(2023.11)
<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps23-16.pdf>
- ・ 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 新旧対照表」、金融庁[2023]
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/shouken/20230331-2/02.pdf>
- ・ 「投資商品のサステナビリティ開示基準を考える」、三菱 UFJ 信託資産運用情報 2023 年 6 月号、三菱 UFJ 信託銀行 [2023]、https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u202306_1.pdf

情けに報いる

「情報というのは、情（なさけ）に報（むく）いると書くんだ」というのは、筆者が新入社員として配属になった証券会社の企業調査部の部長がよく口にしていた言葉である。筆者が入社した昭和 53 年当時は、まだ証券アナリストという職種はほとんど認知されておらず、事業会社にも IR（投資家向け広報）という意識は薄かった時代である。一方で、現在のようにフェア・ディスクロージャー・ルールが存在するわけではなく、アナリストと事業会社の広報担当者との個人的関係が情報取得の大きな決め手になったともいえる。当時の部長は、情報を取得するには先方との良好な人間関係の構築が必須であり、それには頻繁に訪問したり、先方の欲する情報を提供したりすることが重要であると言いたかったのだろう。アナリスト業務に従事している間、筆者は部長のこの考えを肝に銘じてきたつもりである。

フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された現在では、証券アナリストと事業会社との関係は当時と大きく異なってきたと考えられる。というのも同ルールでは「特定の第三者に未公表の重要情報を提供した場合、原則として同時に（意図的でない場合は速やかに）内容を公表しなければならない」とされているからだ。このルールだといくら良好な関係を構築していても未公表の重要事実を独占することはできないし、それ以上に事業会社の広報担当者は特定の第三者に重要情報を伝えることを控えることになるのは間違いない。アナリストは、分析するのが本来の業務であるとはいえ、かつては分析よりいかに特別な情報を他者より早く取得するかが重要であった。部長の教えを忠実に守った筆者は、分析しないアナリストながら相応の評価を受けてきたと自負しているが、現在ならそうはいかないかもしれない。

ところで、情報という言葉は中国由来の言葉ではないそうである。明治時代に軍隊で敵の情勢を報告することを短く表現したのが始まりらしい。また、英語で情報を意味する単語には、Information と Intelligence があるのだが、CIA（Central Intelligence Agency＝米中央情報局）の I＝情報は、後者の Intelligence である。明治時代に軍隊の用語が発祥となった「情報」の意味は Intelligence に近いものだと考えられる。単に情報といっても、その意味や価値には大きな差があり、その差は英語でいえば Information と Intelligence の違いに近いのかもしれない。いずれにせよ受け身では価値のある情報は得られないのは確かだろうし、流布している多くの情報はその価値を吟味することが重要であろう。

情報を流すのには目的がある。証券アナリストが個別株式に関する情報を提供するのは、それが業務であるからであり、証券会社は当該情報による顧客の売買を通じて手数料を獲得することが目的である。このところ SNS で有名人の名を語り、絶対儲かる株があるとか言ってお金をだまし取る詐欺が横行しているようだ。著名な経済人が無関係の第三者に特別な情報を提供して、その人たちを稼がせてあげる義理はない。冒頭に紹介した部長の貴重な教えによれば、情報は情けに報いるものであるのだからして、知り得た貴重な情報を無関係の第三者に情報を提供することはありえないはずである。

2024 年 8 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、充分ご留意ください。

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 トータルリワード戦略コンサルティング部
〒100-8212 東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.mufg.jp