

# 三菱 UFJ トータルリワードレポート

Mitsubishi UFJ Total Reward Report

2026 年 1 月号

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



# 目次

三菱 UFJ トータルリワードレポート

2026 年 1 月号

Mitsubishi UFJ Total Reward Report

---

## 《情報開示》

### 有価証券報告書における人的資本に関する情報開示ルール見直し

トータルリワード戦略コンサルティング部 エグゼクティブコンサルタント 阿久津 太

1

## 《サステナブル投資》

### 英国 DC 職域年金のトラスティと SIP（運用基本方針）

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

11

## 《誌上年金カレッジ》

### 年金 ALM 分析③～資産・総合分析、政策アセットミックス策定後のモニタリング～

トータルリワード戦略コンサルティング部 コンサルタント 白谷 嶠

25

## 《時事のつぶやき》

### 労働生産性

アナリスト 久野 正徳

31

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

弊社ホームページアドレス：<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

## 有価証券報告書における 人的資本に関する情報開示ルール見直し

トータルリワード戦略コンサルティング部 エグゼクティブコンサルタント 阿久津 太

### 要旨

- 有価証券報告書（以下、有報）における情報開示ルールが見直されようとしています
- 2025 年 11 月金融庁は、有報開示ルール（企業内容等の開示に関する内閣府令等）の見直し案を公表しました。見直しは多岐に亘りますが、人的資本に関する見直しは 2 点です
  - ・企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示（全上場企業に 2026 年 3 月 31 日有報から）
  - ・SSBJ 基準の適用（平均時価総額 1 兆円以上のプライム企業に 2027 年 3 月 31 日有報から）
- 2026 年 1~2 月には、企業内容等の開示に関する内閣府令等が改正される見通しです

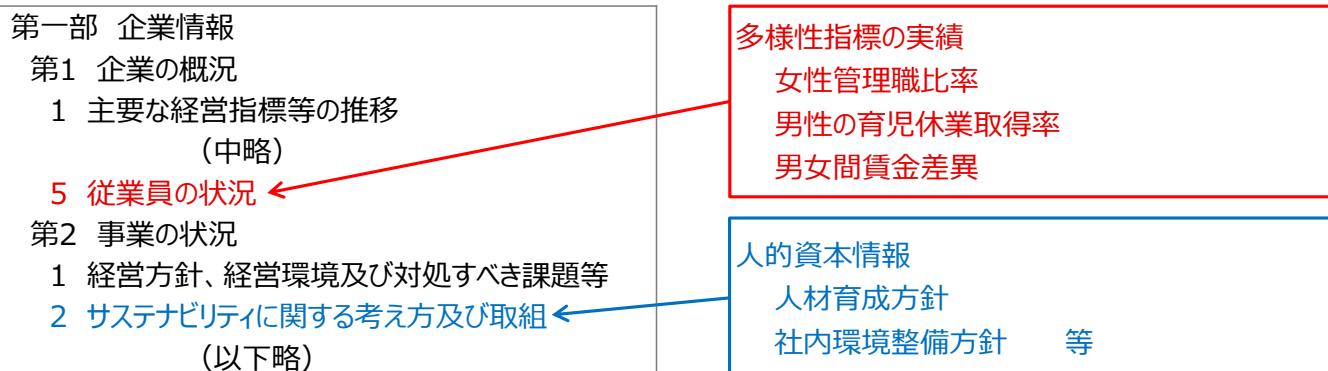
足下で、有報開示ルールが見直されようとしています。本稿では、見直し内容のうち人的資本に関する内容に絞って解説します。

### 1. はじめに

上場会社は、有報において、図表 1 のとおり、多様性指標の実績（女性管理職比率等）、人的資本情報（人材育成方針等）の開示が義務付けられています。

（図表 1）有報における多様性指標の実績、人的資本情報

有価証券報告書様式



出所：筆者作成

第一部第 1-5「従業員の状況」欄には、多様性指標の実績（女性管理職比率等）の他、従業員数、平均年齢、平均勤続年数、平均給与等、様々な「従業員の状況」が記載されています。第 2-2「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄には、人的資本情報（人材育成方針、社内環境整備方針等）の他、気候変動、生物多様性等、様々な「サステナビリティに関する考え方及び取組」が記載されています。これらの有報開示ルールについては、金融商品取引法の下で、企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）に定めがあります。

例えば、人的資本情報の開示ルールは、図表 2 のとおりです。

「サステナビリティに関する考え方及び取組の状況」については、4つの構成要素（ガバナンス、リスク管理、戦略、指標及び目標）で開示します。ただし、c の規定により、人的資本情報に限っては、明示的に開示内容/項目の指定があり、①人材育成方針、②社内環境整備方針を「戦略」の要素として、③（方針に関する）指標、④（指標を用いた）目標及び実績を「指標及び目標」の要素として開示します。

なお、a の規定により、人的資本情報についても、ガバナンス、リスク管理の要素を記載する必要があります。ただ、実際には、人的資本に限定せず、気候変動、人的資本等を包括してサステナビリティ全般のガバナンス、リスク管理を記載していることもあります。

したがって、人的資本情報に関して、明示的に指定されている開示内容/項目は、①人材育成方針、②社内環境整備方針、③（方針に関する）指標、④（指標を用いた）目標及び実績の 4 つです。

（図表 2）人的資本情報の開示にかかる開示府令の定め

（30-2）サステナビリティに関する考え方及び取組

当連結会計年度末現在における連結会社のサステナビリティに関する考え方及び取組の状況について、次のとおり記載すること。（中略）

- a ガバナンス（サステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し、及び管理するためのガバナンスの過程、統制及び手続をいう。）及びリスク管理（サステナビリティ関連のリスク及び機会を識別し、評価し、及び管理するための過程をいう。）について記載すること。
- b 戰略（短期、中期及び長期にわたり連結会社の経営方針・経営戦略等に影響を与える可能性があるサステナビリティ関連のリスク及び機会に対処するための取組をいう。cにおいて同じ。）並びに指標及び目標（サステナビリティ関連のリスク及び機会に関する連結会社の実績を長期的に評価し、管理し、及び監視するために用いられる情報をいう。cにおいて同じ。）のうち、重要なものについて記載すること。
- c bの規定にかかわらず、**人的資本（人材の多様性を含む。）**に関する戦略並びに指標及び目標について、次のとおり記載すること。
  - (a) 人材の多様性の確保を含む**人材の育成に関する方針**及び**社内環境整備に関する方針**（例えば、人材の採用及び維持並びに従業員の安全及び健康に関する方針等）を戦略において記載すること。
  - (b) (a)で記載した方針に関する**指標の内容**並びに当該指標を用いた**目標及び実績**を指標及び目標において記載すること。

- a サステナビリティ情報の定め**  
ガバナンス、リスク管理は記載必須
- b サステナビリティ情報の定め**  
戦略、指標及び目標は重要なら記載
- 人的資本情報の定め**  
bにかかわらず  
人材育成方針、社内環境整備方針を戦略において記載  
指標の内容、目標及び実績を指標及び目標において記載

出所：開示府令に基づき筆者作成

## 2. 有報開示ルール（開示府令等）見直し案の全体像

2025 年 11 月 26 日 金融庁は、開示府令等の見直し案を公表、パブリックコメント手続きを開始（意見募集期限 2025 年 12 月 26 日）しました。人的資本に関する見直しは、図表 3 のとおり、企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示、SSBJ 基準の適用です。

2026 年 3 月期から適用する事項を含むため、2026 年 1~2 月には開示府令等が改正されると思われます。

（図表 3）有報開示ルール（開示府令等）の見直し案

### 企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示（2026年3月31日有報から適用する方向）

対象：全ての上場企業

概要：新たに、企業戦略と関連付けた人材戦略、従業員給与等の決定方針、従業員平均給与の増減率を開示併せて、女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金差異の記載欄を移動

### SSBJ基準の適用（平均時価総額に応じて、2027年3月31日有報から順次適用する方向）

対象：平均時価総額1兆円以上のプライム市場上場企業

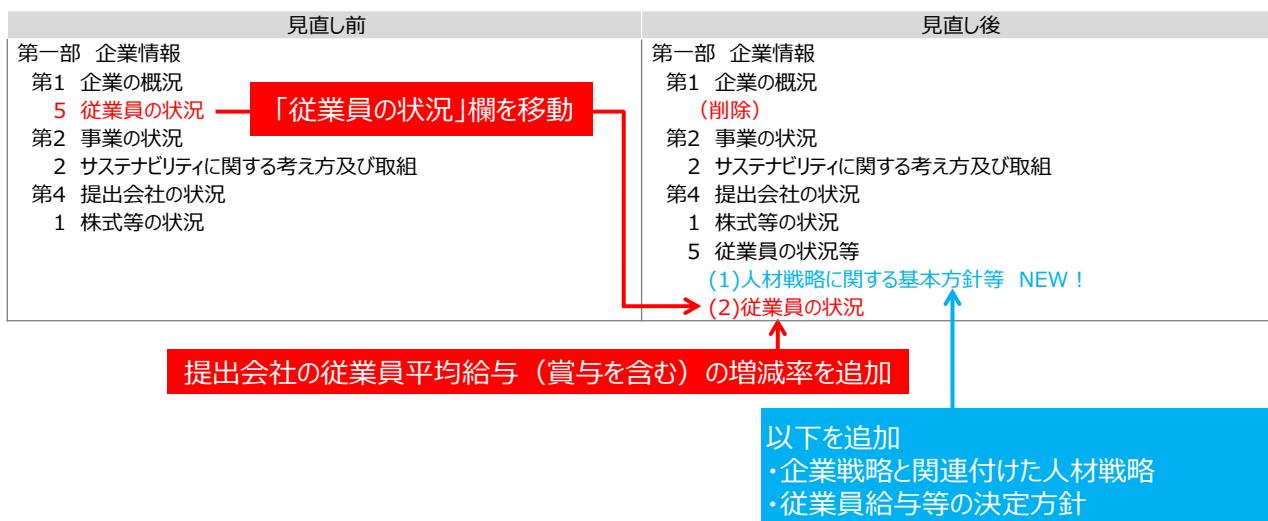
概要：サステナビリティ情報の記載にあたり、SSBJ基準※を平均時価総額の大きい方から段階的に適用  
※サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が公表した日本版サステナビリティ情報開示基準

出所：「「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」に基づき筆者作成

## 3. 企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示

1 つ目の見直し案は「企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示」で、2026 年 3 月 31 日有報から適用されます。概要は図表 4 のとおりです。

（図表 4）企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示



出所：「「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」に基づき筆者作成

まず、有報第 1-5 にある「従業員の状況」欄を、第 4-5(2)に移動します。現状、この欄には、女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金差異、従業員の平均給与等を記載しています。見直しにより、記載する欄が移動しますが、記載内容は変わりません。

次に、移動後の 5(2)「従業員の状況」欄に、新たに、提出会社ベースで従業員平均給与の増減率を記載します。現状、提出会社ベースで従業員平均給与を記載していますが、増減率を追加するわけです。

最後に、5(1)として「人材戦略に関する基本方針」欄を新設した上で、新たに、企業戦略と関連付けた人材戦略、従業員給与等の決定方針を記載します。「企業戦略と関連付けた人材戦略」については、連結会社の人材戦略を連結会社の経営方針・経営戦略等に関連付けて記載します。「従業員給与等の決定方針」については、連結会社の従業員※の給与（賞与を含む）その他の給付の額及び内容の決定に関する方針（提出会社に係るものに限ることができる）について記載します。

※連結会社の事業活動の特性上、臨時従業員が果たす役割が重要である場合は、臨時従業員を含む

#### 4. SSBJ 基準の適用

2つ目の見直し案は「SSBJ 基準※1 の適用」で、概要は図表 5 のとおりです。「SSBJ 基準の適用」とは、情報開示基準として SSBJ 基準を適用し、開示内容/項目は SSBJ 基準の定めに従うということです。

##### ■適用対象

平均時価総額※2 が 1 兆円以上のプライム市場上場企業

##### ■適用時期

平均時価総額が 3 兆円以上の企業

2027 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度の有報より適用

平均時価総額が 1 兆円以上 3 兆円未満の企業

2028 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度の有報より適用

(図表 5) SSBJ 基準の適用

	2027/3/31	2028/3/31	2029/3/31	2030/3/31～
平均時価総額 ≥ 3兆円	SSBJ基準適用	→	→	→
1兆円 ≤ 平均時価総額 < 3兆円		SSBJ基準適用	→	→

出所：「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施についてに基づき筆者作成

※1 サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が公表した、日本版サステナビリティ情報開示基準

SSBJ 基準は、4 つの構成要素（ガバナンス、リスク管理、戦略、指標及び目標）による開示を要求

※2 前年度から起算して過去 5 年度の平均時価総額

例えば、2027 年 3 月期の適用有無判定に用いる平均時価総額は、2022 年 3 月期～2026 年 3 月期の時価総額の平均

※3 SSBJ 基準の適用開始年度、その翌年度については、二段階開示が可能

二段階開示とは、年度末の有報では SSBJ 基準に準拠せず、半期報告書の提出期限までに SSBJ 基準に基づく訂正報告書を提出すること

### ■ 人的資本情報の取扱い

SSBJ 基準の適用によって、人的資本情報の開示がどうなるかを説明します。

現状、第一部第 2「2 サステナビリティに関する考え方及び取組」欄への記載内容は開示府令に定められています。開示府令の見直し案は図表 6 のとおりで、「SSBJ 基準の適用有無」と「情報のテーマ（人的資本、人的資本以外）」の組合せで場合分けされており、非常に複雑な構造です。

（図表 6）人的資本情報の開示にかかる開示府令の見直し案

(10) サステナビリティに関する考え方及び取組

- |   |   |
|---|---|
| a 第19条の9 第1項又は第2項の規定の適用を受ける者は、冒頭に、次に掲げる事項を記載した上で、 <b>サステナビリティ開示基準</b> （同条第5項に規定するサステナビリティ開示基準をいう。以下(30)において同じ。）により開示することとされる事項を記載すること。<br>(a) サステナビリティ開示基準に準拠している旨<br>(b) 第19条の9 第1項又は第2項のいずれの規定の適用を受けるものかの別<br>(中略)  | <b>SSBJ基準を適用する場合</b><br><b>SSBJ基準に基づき記載</b>   |
| b aの場合以外の場合には、当連結会計年度末現在における連結会社のサステナビリティに関する考え方及び取組の状況（人的資本（人材の多様性を含む。）に係るものを除く。）について、次のとおり記載すること。（中略）<br>(a) ガバナンス（サステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し、及び管理するためのガバナンスの過程、統制及び手続をいう。）及びリスク管理（サステナビリティ関連のリスク及び機会を識別し、評価し、及び管理するための過程をいう。）について記載すること。<br>(b) 戰略（短期、中期及び長期にわたり連結会社の経営方針・経営戦略等に影響を与える可能性があるサステナビリティ関連のリスク及び機会に対処するための取組をいう。c (b)において同じ。）並びに指標及び目標（サステナビリティ関連のリスク及び機会に関する連結会社の実績を長期的に評価し、管理し、及び監視するために用いられる情報をいう。c (c)において同じ。）のうち、重要なものについて記載すること。 | <b>SSBJ基準を適用しない場合</b><br>かつ<br><b>人的資本情報以外の場合</b><br>ガバナンス、リスク管理は記載必須<br>戦略、指標及び目標は重要なら記載   |
| c 当連結会計年度末現在における連結会社の <b>人的資本（人材の多様性を含む。）</b> について、次のとおり記載すること。<br>ただし、aの規定により、 <b>サステナビリティ開示基準</b> に従って、次の事項と同様の事項を記載しているときは、この限りでない。<br>(a) b (a)に掲げる事項を記載すること。<br>(b) 人材の多様性の確保を含む <b>人材の育成に関する方針</b> 及び <b>社内環境整備に関する方針</b> （例えば、人材の採用及び維持並びに従業員の安全及び健康に関する方針等）を <b>戦略</b> において記載すること。<br>(c) (b)で記載した方針に関する <b>指標の内容</b> 並びに当該指標を用いた <b>目標</b> 及び <b>実績</b> を <b>指標</b> 及び <b>目標</b> において記載すること。（以下、略）                                       | <b>人的資本情報の場合</b><br>ガバナンス、リスク管理を記載<br>人材育成方針、社内環境整備方針を<br>戦略として記載<br>指標、目標及び実績を<br>指標及び目標として記載<br>ただし、SSBJ基準に基づく開示内容が<br>cの要求をカバーしているなら<br>追加の対応は不要 |

出所：「「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」に基づき筆者作成

人的資本情報については、SSBJ 基準の適用有無にかかわらず、c の定めに従います。

一方で、平均時価総額 1 兆円以上のプライム市場上場企業の場合、a の定め（第 19 条の9 第1項）に該当しますので、SSBJ 基準に基づく開示が必要です。

つまり、平均時価総額 1 兆円以上のプライム市場上場企業における人的資本情報の場合、「a の定め」と「c の定め」が重複しているため、a、c 両方を満たす必要があります。そのため、「a の定めによる SSBJ 基準に基づく開示内容」と「c の定めが要求する開示内容」の包含関係が問題となります。

この包含関係に関する定めが「c のただし書き」です。ただし書きは、「SSBJ 基準に基づく開示内容が c の要求をカバーしているのであれば、追加の対応は不要」という意味です。逆に、「SSBJ 基準に基づく開示内容が c の要求をカバーしていないのであれば、カバーしていない内容を追加する必要がある」と思われます。

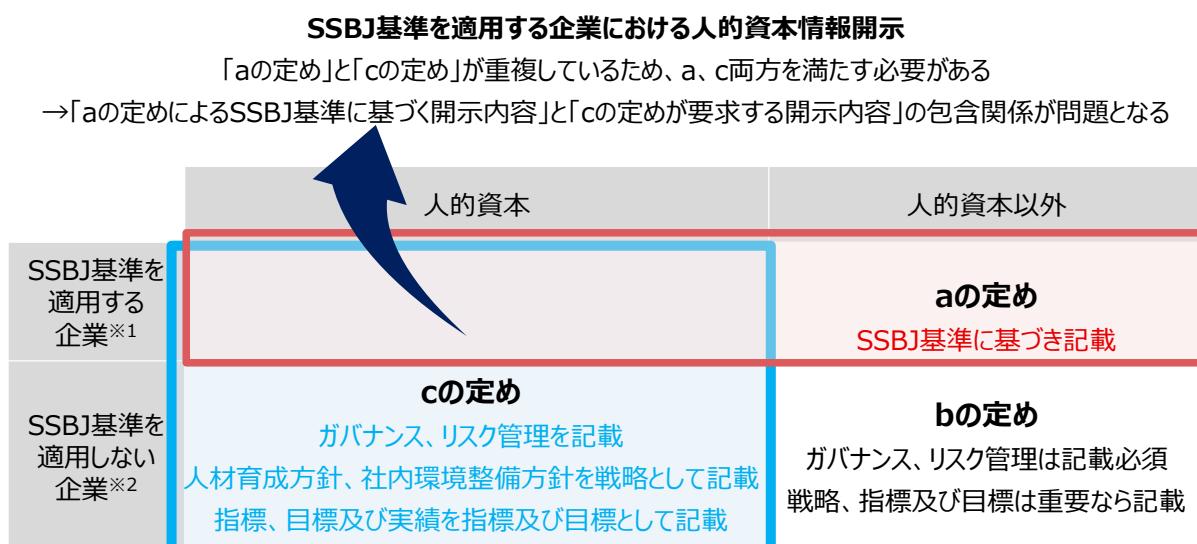
(注 1) SSBJ 基準に基づく開示内容、c の定めが要求する開示内容は、いずれも 4 つの構成要素（ガバナンス、リスク管理、戦略、指標及び目標）で開示しますので、大きな枠組みや趣旨は類似しています。ただ、構成要素は同じでも、SSBJ 基準に基づく開示内容が c の要求をカバーするとは限りません。

(注 2) 「平均時価総額 1 兆円以上のプライム市場上場企業」以外の企業であっても、SSBJ 基準を任意適用する場合、a の定め（第 19 条の 9 第 2 項）に該当しますので、同様の対応が必要となります。

なお、SSBJ 基準を適用しない企業（「平均時価総額 1 兆円以上のプライム市場上場企業」以外の企業で、SSBJ 基準を任意適用しない企業）においては、単に c の定めに基づく開示を行います。内容はほぼ従前どおりです。

上記の説明を改めて図解すると、図表 7～8 のとおりです。

(図表 7) 開示府令見直し案の構造



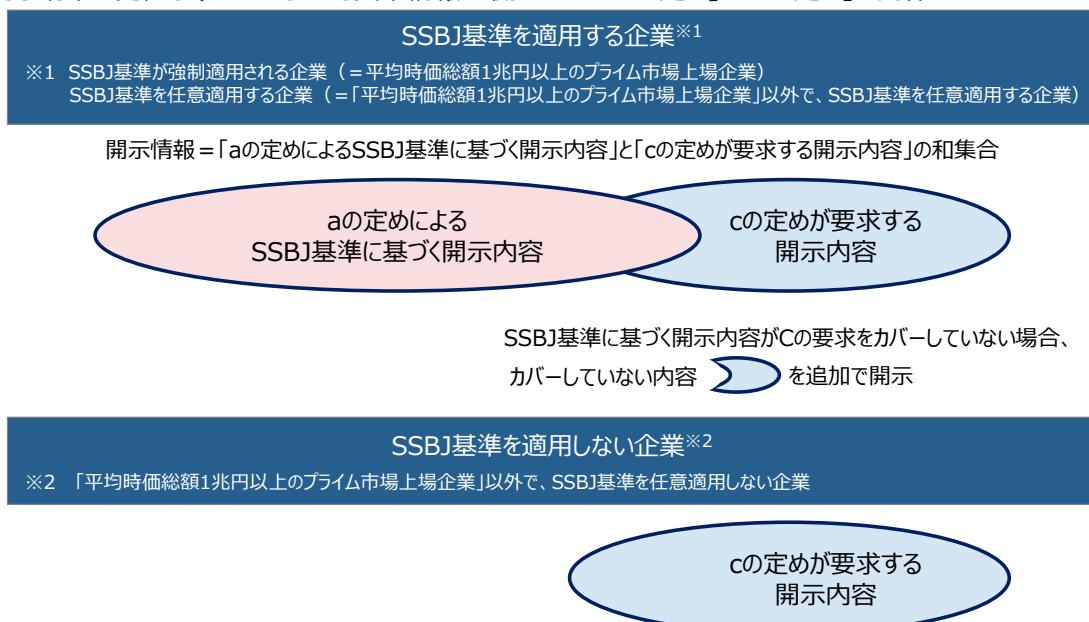
※1 SSBJ基準が強制適用される企業 (= 平均時価総額1兆円以上のプライム市場上場企業)

SSBJ基準を任意適用する企業 (=「平均時価総額1兆円以上のプライム市場上場企業」以外で、SSBJ基準を任意適用する企業)

※2 「平均時価総額1兆円以上のプライム市場上場企業」以外で、SSBJ基準を任意適用しない企業

出所：「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」に基づき筆者作成

(図表 8) 開示府令の見直し案における人的資本情報の取扱い ～「a の定め」と「c の定め」の関係



出所：「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」に基づき筆者作成

## 5. さいごに

- 本稿では、有報における人的資本に関する情報開示ルール見直し案について解説しました。
- 「企業戦略と関連付けた人材戦略等の開示」は、新たに企業戦略と関連付けた人材戦略、従業員給与等の決定方針、従業員平均給与の増減率を開示するものであり、人への投資や賃上げを推奨する政府の方針が色濃く反映された内容です。  
見直し案によれば、第一部第 2-2「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄に「人材育成方針、社内環境整備方針」を記載する一方で、第 4-5(2)「従業員の状況」欄に「企業戦略と関連付けた人材戦略」を記載することになるわけです。「人材育成方針、人材戦略といった類似した内容が異なる欄に別々に記載されることに違和感を抱くのは筆者だけでしょうか。
- 「SSBJ 基準の適用」は、ISSB 基準と同等基準の適用により、日本のサステナビリティ情報開示をグローバル化したものです。現時点では平均時価総額 1兆円以上のプライム市場上場企業が対象ですが、今後対象を拡大する可能性があります。「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ中間論点整理（2025 年 7 月公表）」において、以下のようない旨の記載があります。
  - ✓ 平均時価総額 1兆円未満 5,000 億円以上のプライム市場上場企業は、2029 年 3 月期適用を基本とする。
  - ✓ 適用開始時期については、国内外の動向等を注視しつつ、引き続き検討し、本年中を目途に当ワーキング・グループで結論を出すことが適当。

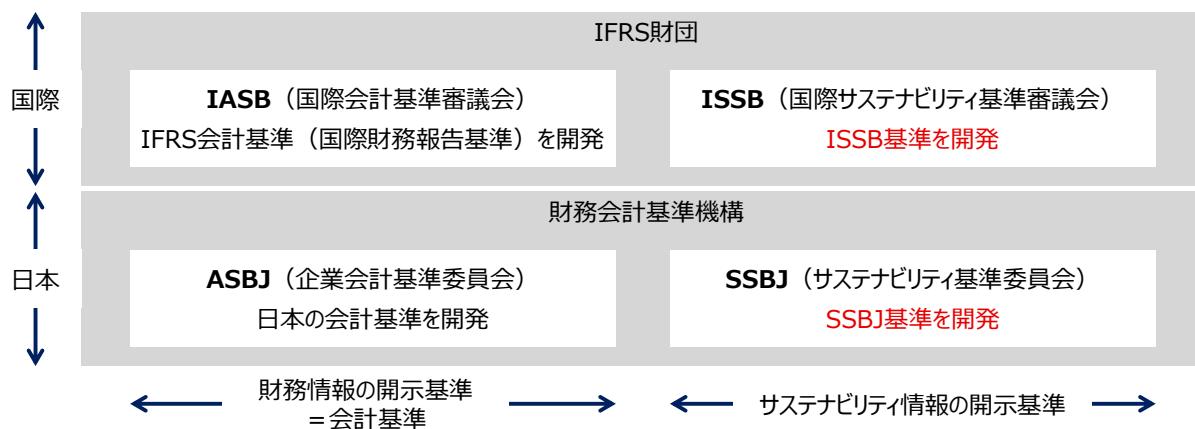
#### 【ご参考 1】SSBJ 基準とは

SSBJ 基準とは、SSBJ（サステナビリティ基準委員会）が公表した日本版サステナビリティ情報開示基準です。

まず、SSBJ の位置付けを解説します。

ISSB 基準は、IFRS 財団内の ISSB という審議会が開発する、国際的なサステナビリティ情報の開示基準です。サステナビリティ情報開示については、長らく様々な基準が林立しており、国際的な一貫性や比較可能性が確保されたグローバル基準を求める声が高まっていました。このような中、IFRS 財団は ISSB を新設、2023 年 6 月 ISSB はグローバルなサステナビリティ情報開示基準（ISSB 基準）を公表しました。なお、IFRS 財団には、IASB の他に、IASB という審議会があります。IASB が開発する国際的な財務情報の開示基準が「IFRS 会計基準」です。

日本も IFRS 財団と同様の体制を敷いています。SSBJ 基準は、財務会計基準機構内の SSBJ という委員会が開発する、日本のサステナビリティ情報の開示基準です。なお、ASBJ が開発する日本の財務情報の開示基準が「日本の会計基準」です。



IASB : International Accounting Standards Board      ISSB : International Sustainability Standards Board  
ASBJ : Accounting Standards Board of Japan      SSBJ : Sustainability Standards Board of Japan

次に、SSBJ 基準の開発経緯を解説します。

2023 年 6 月 ISSB は、国際的なサステナビリティ情報開示基準（ISSB 基準）を公表しました。

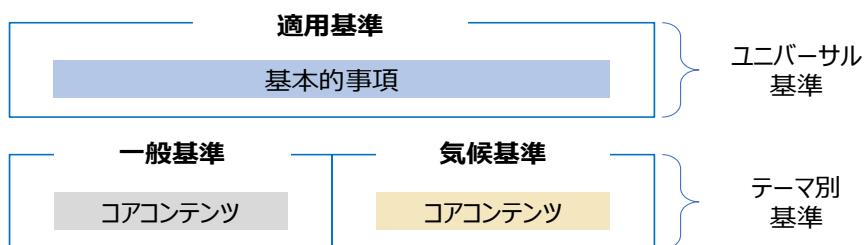
SSBJ は、ISSB 基準をベースに、日本版サステナビリティ情報開示基準（SSBJ 基準）を開発し、2025 年 3 月 SSBJ 基準を公表しました。

SSBJ 基準は、「国際的な比較可能性を大きく損なわせないようにする」という方針の下、ISSB 基準をベースとして、プライム市場上場企業に適用することを想定して開発されました。SSBJ 基準は、開発過程にお

いて、原則として ISSB 基準の要求事項を全て取り入れています。したがって、基準の構成を除き、SSBJ 基準と ISSB 基準に大きな違いはありません。

SSBJ 基準は、適用基準、一般基準、気候基準から構成され、全ての基準を同時に適用します。

気候関連の情報開示にあたっては、適用基準、一般基準、気候基準を適用します。人的資本情報開示にあたっては、人的資本のテーマ別基準がないため、適用基準、一般基準を適用します。



SSBJ 基準を適用すると、4 つの構成要素（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標/目標）に基づく開示が求められます。

4 つの構成要素という枠組み自体は、目新しいものではありません。開示府令が求める構成要素と同一です。しかしながら、SSBJ 基準における構成要素の内容は、開示府令の規定に比して、より詳細に規定されています。

目的	主たる利用者が企業への資源提供の意思決定を行うにあたり有用な、サステナビリティ関連のリスク/機会に関する情報開示について定めること			
コア コンテンツ	サステナビリティのリスクと機会に関する情報を、4つの構成要素（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標/目標）で開示			
	ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスク及び機会の監督に責任を負うガバナンス機関又は個人に関する事項</li> <li>・リスク及び機会をモニタリングし、管理し、監督するために用いるガバナンスのプロセス、統制及び手続における経営者の役割に関する事項</li> </ul>		
	戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業の見通しに影響を与えると合理的に見込み得るリスク及び機会</li> <li>・リスク及び機会が企業のビジネスモデル及びバリューチェーンに与える影響</li> <li>・リスク及び機会の財務的影響</li> <li>・リスク及び機会が企業の戦略及び意思決定に与える影響</li> <li>・リスクに関連する企業の戦略及びビジネスモデルのレジリエンス</li> </ul>		
	リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクを識別、評価、優先順位付けし、モニタリングするために用いるプロセス及び関連する方針に関する情報</li> <li>・機会を識別、評価、優先順位付けし、モニタリングするために用いるプロセスに関する情報</li> <li>・リスク及び機会に関するプロセスが、全体的なリスク管理プロセスに統合され、用いられている程度、並びにその統合方法及び利用方法に関する情報</li> </ul>		
	指標 目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SSBJ 基準が要求している指標</li> <li>・識別したリスク又は機会の測定、モニタリングのために企業が用いている指標</li> <li>・識別したリスク又は機会に関する企業のパフォーマンスの測定、モニタリングのために企業が用いている指標</li> <li>・（具体的に適用される定めがSSBJ 基準に存在しない場合）SASBスタンダードの考慮等により得た指標 ※これらの指標には、企業に関連する産業別の指標のうち主なものを含めなければならない</li> </ul>		
	目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>・（該当ある場合）戦略的目標の達成に向けた進捗をモニタリングするために企業が設定した目標</li> <li>・（該当ある場合）法令により満たすことが要求されている目標</li> </ul>		

#### 【ご参考 2】有報開示に影響を与える動向

女性活躍推進法に基づく開示において、「女性管理職比率に関する補足説明」を推奨する方向にあります。これは、有報開示ルール自体の見直しではありませんが、有報開示に影響を与える可能性があります。

#### ■有報開示における補足説明の定め

有報で女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金差異を開示するにあたり、実績値と併せて補足説明（その実績値の要因、課題分析等を自発的に開示すること）を行うことができます。「補足説明」は、企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）に定められており、ガイドライン上の正式名称は「任意の追加的な情報の追記」です。

補足説明は、投資家等の有報利用者に対して、数値だけでは伝えきれない実質的状況を伝える有効な手段です。「投資家等は補足説明に関心を持っており、自発的な補足説明を期待している」と推測されます。

#### 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）の定め

5-16-3

開示府令第二号様式記載上の注意(29)e に規定する事項を記載するに当たっては、

（中略）

なお、同様式記載上の注意(29)d から f までに規定する事項を記載するに当たっては、当該記載事項に加えて、投資者の理解が容易となるように、**任意の追加的な情報**（女性の職業生活における活躍の推進に関する法律（平成27年法律第64号）の規定による公表において、提出会社又はその連結子会社が任意で行う追加的な情報公表の内容を含む。）**を追記できる**ことに留意する。

#### ■女性活躍推進法に基づく開示における補足説明推奨の動き

このような中、女性活躍推進法に基づく開示において、「女性管理職比率に関する補足説明」を推奨することを検討中です。具体的には、①女性管理職比率が低い要因、課題分析結果等、②男女別の管理職登用比率、③女性管理職について「管理職」の定義に沿っていること、④「管理職」として計上した実際の役職名を補足説明として開示することを推奨する方向にあります。

#### ■女性活躍推進法に基づく開示における補足説明推奨の動きが、なぜ有報開示に影響するか

女性活躍推進法において「女性管理職比率に関する補足説明」が推奨されたとしても、有報の開示ルール（＝企業内容等開示ガイドライン）自体が改正されるわけではありません。

しかしながら、「投資家等は、有報開示においても、同様の補足説明を期待する」と考えられます。

（2025 年 12 月 9 日 記）

なお、本稿における意見にかか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。

## 英国 DC 職域年金のトラスティと SIP（運用基本方針）

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

### 要旨

- 英国では、DC 職域年金制度にもトラスティがあり、SIP（運用基本方針）を策定・公表しています
- SIP への記載事項には、デフォルト運用方法やサステナブル投資に関する内容が含まれます
- 代表的な DC 職域年金について SIP への記載内容を調査しました
  - ・デフォルト運用方法がメインの運用の位置づけとなっている
  - ・デフォルト運用方法は、多くの場合ターゲットデータ型になっており、現役時代から退職時代にかけて、リスク資産比率が自動調整される仕組みになっている
  - ・サステナブル投資への取組みは、原則は DB と同様だが、投資オプションとして、加入者の倫理観や価値観を含めたエシカル（倫理的）な運用がある
- デフォルト運用が主流となっている英国の DC プランの運営は、さまざまな意味で日本の DC プランにとって参考になる部分が多くあります

前月号のレポート、「英国 DB 職域年金の SIP(運用基本方針)」に続き、本稿では、DC 職域年金について、その資産配分や SIP（Statement of Investment Principles:運用基本方針）に記載されているサステナブル投資に対する方針、受益者の倫理観、価値観といった非財務的事項の取り扱いについての記載を見ることにします。

英国と日本では DC における運用の考え方には違いがあります。日本の DC 制度では運用における加入者自身の選択が原則ですが、英国はデフォルト運用（Default arrangement：日本の指定運用に相当）がメインの運用に位置付けられ、大半の加入者がデフォルト運用を選択している実態があります。

### 1. 職域年金の主流となった DC

#### (1) 職域年金における DC の主流化

英国では、1990 年代後半から金融機関や通信・小売業界の職域年金において DC 制度が導入されました。これらの業界では人材の流動化が早くから進んだことにより、DC 制度が好まれたことが背景にあり、既にあった DB 制度と並行する形で導入されました。

1995 年年金法による積立規制の厳格化、2000 年代に入ってからの退職給付会計基準の変更によって、職域年金の積立リスクが母体企業財務に与える影響が顕在化しました。これを受けた英國では DB 制度を凍結・閉鎖して DC 制度へ移行する企業が増えました。

こうした DB から DC への流れは、2008 年年金法による改革で政策的にも強化されました。同法は、①職域年金（DC を想定）への自動加入義務化、②国主導による公的な DC 年金の運営機関 NEST（国家雇用貯蓄信託）の設立、③DC 年金におけるデフォルト運用方法設定の義務化の三つが柱となっています。2008 年年金法によって、英國の職域年金は DC が主体となっていくことが決定づけられました（とはいえ、過去からの積立金がありますので、最近の残高でみても DB の方が DC の 3 倍程度あります）。

## (2)DC のトラスティの役割

英國の職域年金では、DC 制度においてもトラスティが置かれています。DB プランの職域年金においてはもとよりトラスティがあつたわけですが、DC プランが導入された際にもその枠組みが維持されたものです。

DC のトラスティの役割は加入者の利益保護、制度の運営管理、資産運用の監督（運用商品の選定、運用機関の監督、デフォルトファンドの設定など）、報告義務（加入者への情報提供、当局への報告）、リスク管理・ガバナンス体制整備などです。DB のトラスティとの違いでいうと、DB においては資産・負債管理（ALM）や拠出額に関する事業主との協議、政策的資産配分の決定などが必要ですが、DC にはそれらはないことです。一方で、DC においては、デフォルト運用方法の設定を行う必要があります。なお、SIP（運用基本方針）の策定は DC 制度においても必要です。こうしてみると、英國の DC トラスティの役割は、しいて言えば、日本の DC 制度における運営管理機関の役割に近いといえるでしょう。

「トラスティを置いた上で運用基本方針まで策定・開示するなんて、英國の DC 年金の運営は大変だな」と思われた方も多いと思います。実際にはトラスティの設立が義務付けられているのは信託型の DC プランの場合で、契約型 DC プラン（事業主が保険会社などの金融機関と契約し、従業員が個別に加入します）では、トラスティの設立は不要で、こちらの方は主として中小企業や個人事業主が採用しています。

また最近採用が増加しているマスタートラスティは、複数の企業が参加できる共通の信託型年金制度で、独立したトラスティが年金制度を運営する形態です。マスタートラスティでは個別企業ごとのトラスティ設立は不要になると、独立したトラスティが制度を管理することでより加入者保護が強化されていると言えます。国が設立した NEST がマスタートラスティの一つであるほか、生保や年金コンサル系の会社など、マスタートラスティのサービスを提供する会社が 30 余りあります。英國では DC 制度におけるコストやガバナンスへの問題意識からバリュー・フォー・メンバーズの枠組みが導入されたことを背景に小規模のトラスティが統合される動きが加速しており、マスタートラスティがその受け皿となっています。直近ではトラスティのうち、マスタートラスティを採用する割合が資産ベースで 7 割<sup>※</sup>を超えていました。

※TPR (The Pensions Regulator) による

### (3) デフォルト運用とその位置づけ

英国の DC 職域年金では、デフォルト運用方法の設定が義務付けられています。デフォルト運用方法として一般的なのは「ターゲットデートファンド」や「ライフプランファンド」と呼ばれる運用戦略です。これは、加入者のライフステージに合わせて資産構成の調整を自動的に行うバランス型運用で、老後に向けた資産形成に適した戦略であると考えられるものです。

英国の場合、デフォルト運用方法はその制度のメインの運用の位置づけとなっているのが特徴です。デフォルト運用方法は、大多数の加入者に対し適切に管理されたリスクを取り、投資収益を生み出すことで、合理的な水準の退職給付を提供することを目的にトラスティが責任をもって選定する運用方法だと言えます。

各 DC 制度の SIP ではデフォルト運用の運用基本方針について項目を設けて説明されています。また、パンフレットにおいてもデフォルト運用について、より詳しく説明されています。実際、加入者の大半（政府の運営する DC 制度である NEST の場合、加入者の 99%というデータがあります）がデフォルト運用方法を選択しています。

英国が職域年金への自動加入化やデフォルト運用方法設定を義務化した背景には、行動経済学の知見があります。行動経済学では、人は自身の知識が不足している場合には正しい選択を行うことが困難で、かつ遠い将来に関することについて判断を留保する傾向があることが知られています。老後の備えとしての貯蓄を個人の自由意思に任せていると、適切な判断が出来ず、結果として老後の資産形成が不十分である人が多く生じてしまいます。これを防ぐためには、従業員が自動的に拠出を行い、標準的な運用を選択する仕組みを備えることで、より多くの人が老後に向けた適切な資産形成を達成できるというのが、行動経済学の知見を生かした英国の制度の考え方です。

日本でも 2018 年に確定拠出年金法が改正され、指定運用方法と呼ばれる、英国のデフォルト運用に類似した仕組みが導入されています。しかしその位置づけは英国とは異なります。日本の場合、加入者が運用指図を行うのが原則であり、どうしても運用指図を行わない場合に指定運用方法が適用される、いわば最後の手段が指定運用方法であるという位置づけです。

これに対し英国は、デフォルト運用が、トラスティの事実上の「推奨運用」と言えます（日本では、運営管理機関が特定の運用を「推奨」することは認められていません）。それだけにデフォルト運用を選定するトラスティの受託者責任は重いと言えます。英国では、DC の職域年金のトラスティにも SIP の策定と公表を義務付け、投資意思決定（資産配分やリスク管理、サステナビリティの考慮など）、スチュワードシップ（エンゲージメントと議決権行使）、資産運用会社との契約について方針を策定し開示することを必須としています。デフォルト運用についても項目を設けて、その設計方針、投資意思決定、スチュワードシップ、資産運用会社との契約に関する記載を義務付けています。

## 2. DC の SIP における記載事項

英国の職域年金は、1995 年年金法によって、SIP（Statement of Investment Principles）を定めることが義務付けられました。当初これは DB（確定給付）職域年金を対象としていました。しかしその後、DC プランにも適用が拡大されることになり、2005 年年金法において、信託型 DC 制度においてもトラスティの設置と SIP の策定が義務付けられました（SIP の策定義務付けは信託型の方だけです）。

### ■ SIP に定めるべき項目

DC 制度の SIP に定めるべき項目は、基本的には DB の場合と類似しています。ただし、DC においてはデフォルトファンドに関するものねらいや目標を含む運用方針を記載することが求められます。なお、SIP は少なくとも 3 年おき、または方針に大きな変更があった際に、専門家の助言を受け従業員に相談しながら、見直すことになっています。

以下に、DC の SIP に定めるべき項目を簡記します。（<> 内は筆者による注記）

#### ■ DB の場合と同様の記載事項

A) <分散投資、適合性、専門家の助言、SIP の遵守と原則>

1995 年年金法第 36 条に準拠するためのトラスティの方針

B) <投資意思決定> 以下に関するトラスティの方針

1. 保有する資産

2. 資産間のバランス

3. リスクの特定、測定、管理方法

4. 投資の期待収益

5. 投資の実現（売却など）

6. ESG 要素を含む財務的に重要な要素（投資においてどのように勘案されるか）

7. （もし考慮するならば）非財務的要素が投資においてどの程度考慮されるか

C) <スチュワードシップ> 以下に関するトラスティの方針

1. 投資に付随する権利（議決権を含む）の行使

2. 投資に関するエンゲージメント活動

D) <アセットマネジャーの監督> 資産運用会社との契約に関するトラスティの方針

1. トラスティの投資方針と整合する戦略・判断を行うよう運用会社を促す仕組み

2. 中長期的な財務・非財務パフォーマンスに基づいて判断し、発行体とエンゲージメントを行うよう運用会社を促す仕組み

3. トラスティの方針と整合する運用会社の評価方法・報酬体系

4. ポートフォリオの回転率（売買頻度）とその管理方法

5. 資産運用会社との契約期間

#### ■デフォルト運用に関する記載事項（DC プランの場合）

1. デフォルト運用に関するトラスティの狙いと目標
2. デフォルト運用に関する上記 B,C,D（投資意思決定、スチュワードシップ、アセットマネジャーの監督）に関する方針
3. 上記デフォルト運用の方針が、加入者の最善の利益を確保する意図である旨

#### ■SIP におけるサステナビリティの定め

1999 年には SIP において、「投資において、社会、環境、またはもし倫理的な考慮を行うならばその行う程度」を記載することが定められました。この頃は ESG の考慮は「しても良い」というスタンスだったと言えるでしょう。2018 年には、財務的に重要な ESG の考慮（投資においてどのようにそれらの考慮が勘案されるのかを含む）について、SIP への記載が義務付けられました。また、非財務的な事項の勘案を（もしするならば）する程度についても記載することになりました。ここで「非財務的な事項」とは、加入者等の見方を意味し、倫理的な見方、社会や環境への影響などを含むものです。

#### 3. SIP の記載内容（ケーススタディ）

ここからは、代表的な DC 制度をピックアップし、デフォルト運用の内容や SIP の記載内容を見てみることにします。

#### ■分析対象とした DC プラン

DC プランで今回分析対象としたのは、以下の 3 つです。USS は、職域年金のトラスティが DB プランと DC プランの両方を運営しています。ただし、このようなケースは規模の大きな職域年金に限られ、大半の職域年金では、DC はマスタートラスティのサービスを利用しています。L&G WPP（Legal & General WorkSave Pension Plan）は大手生保が提供するマスタートラスティサービスです。3 つ目は政府主導で立ち上げた NEST です。これは 2005 年年金法によって、職域年金（DC）の提供が義務付けられた際、単独では職域年金の立ち上げが困難な企業の年金受け皿として設立された制度です。

##### ■分析対象

USS : 大学退職年金基金、英国の大学および高等教育機関の職員向け退職年金基金

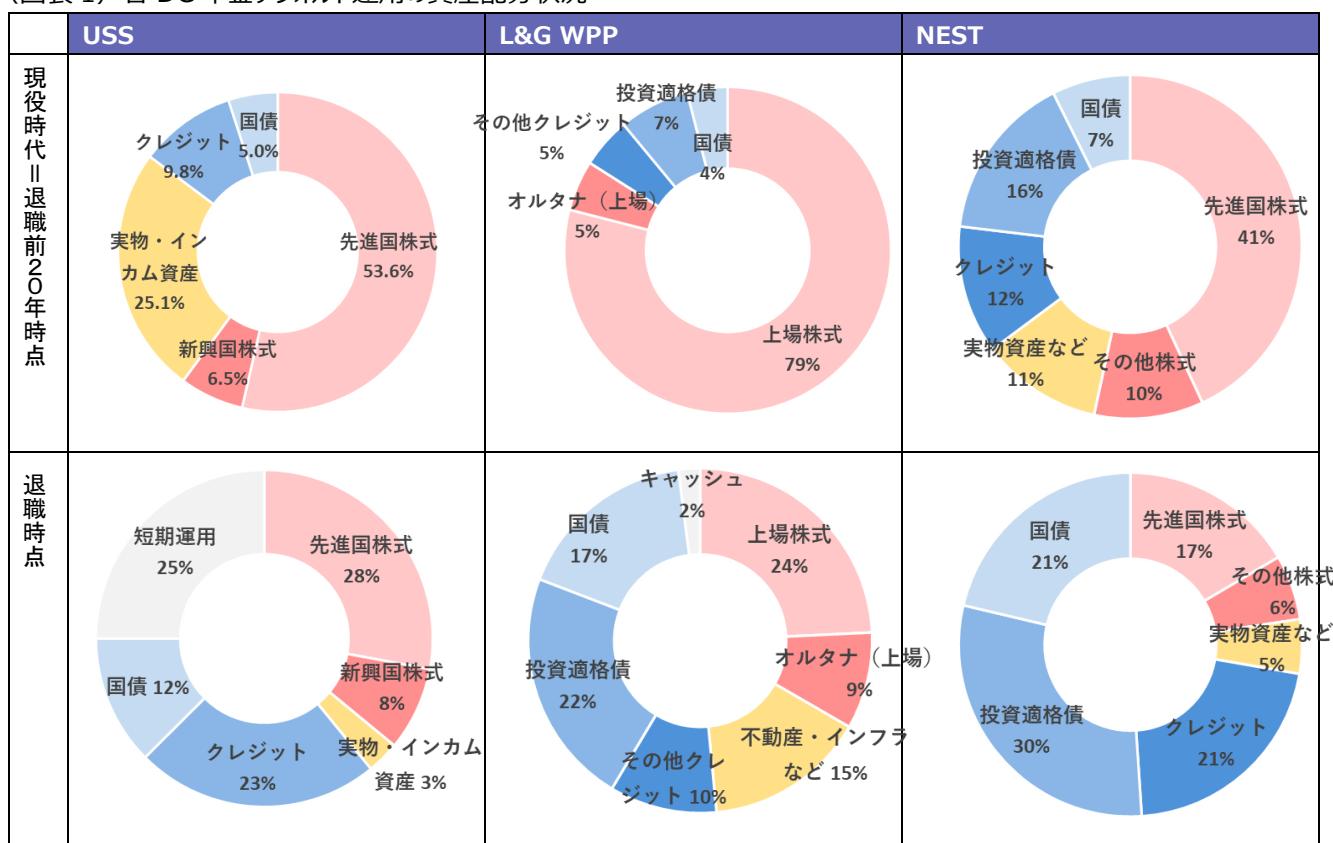
L&G WPP : 大手生保 Legal & General が提供するマスタートラスティサービス

NEST : 主に中小企業向けに政府が設立した DC 年金制度

### ■デフォルト運用の資産配分

各 DC 制度のデフォルト運用の資産配分を比較することにします。各制度におけるデフォルト運用は、ターゲットデータ型になっており、現役時代から退職後にかけて資産配分状況は変化します。そこで、各制度が提供するデフォルト運用における、現役時代（想定退職年齢まで 20 年の時点）と退職時点の代表的な資産配分を比較することにしました。

(図表 1) 各 DC 年金デフォルト運用の資産配分状況



出所：各職域年金のアニュアルレポート等より

DB 年金の資産配分と比較して、各 DC 年金とも、リスク資産の割合が多いことがわかります。前月号で述べたように、DB 職域年金資産における株式の構成比率は 15%まで低下しています。これに対し各 DC 職域年金における現役時代の（内外）株式構成比率は、USS が 60.1%、L&G WPP が 79%、政府が設立した NEST も 51%とポートフォリオの過半が株式に配分されています。また、国債など安定資産への配分は DB に比較して小さくなっています。

DB と DC での資産配分の違いの理由として、DBにおいては、給付の確保に加え、母体財務への影響を意識しなければならないことがあげられます。そのため DB では、リスク資産比率が抑制されるとともに、年金負債のヘッジのため債券などにポートフォリオの相当程度が配分されるのです。一方 DC の場合、各個人の老後の給付額の安定確保だけを考えればよいので、資産リスクに焦点を当てた資産配分が可能です。

給付開始まで期間が長い現役時点においては、長期的なリスク認識のもと、より大きなリスクが取れるのです。

次に、退職時点の資産配分は、各 DC ともリスク資産の割合を小さくし、債券などの安定資産の比率を高めたポートフォリオになっています。とはいえ、各プランともポートフォリオの 2 割から 3 割強が株式に配分されており、英国の DB 職域年金の平均よりその割合は高くなっています。

英国では、母体財務への影響を考えなくて良い DC 年金（デフォルト運用）の方がよりリスクをとった資産配分となっていることがわかります。拠出額が同じであれば、より給付額の期待値が大きくなることもありますし、インフレヘッジにも有効と考えられます。

### ■ デフォルト運用以外の投資オプション

次に、各制度で提供されるデフォルト運用以外の投資オプションについて比較します。デフォルト運用はトラスティの推奨するメインの運用であるのに対し、その他の投資オプションは、投資に関して個人的なニーズがある加入者向けの選択肢といえます。リスク許容度のより大きな人や、運用ポートフォリオにおけるサステナビリティを重視する人、また宗教的志向をポートフォリオに反映させたい人などが考えられるでしょう。

図表 2 は、各制度で提供される投資オプションを比較したものです。ご覧のように、バランス型運用の中で、加入者のニーズの違いに応じた投資オプションが提供されていることが、英国の DC 職域年金の特色だと言えるでしょう。例えば USS では、デフォルト運用である「ライフスタイル」ファンドに加えて、もう一つ「エシカル・ライフスタイル」ファンドが提供されています。これは、デフォルト運用における資産配分を原則踏襲しつつ、個別資産運用においてよりエシカル（倫理観や環境・社会的価値観を踏まえた銘柄組み入れを実施）な運用を行うものです。言い換えれば、デフォルト運用と同程度のリスク・リターン特性であるが、よりエシカルな運用ニーズを持つ加入者向けのファンド、ということになります。USS ではこのほかに、バランス型においてリスク水準の違いで 4 パターン、通常の運用かエシカルな運用かで 2 パターンを組み合わせ、都合 8 パターンのバランス型運用を投資オプションとして提供しています。

(図表 2) 投資オプション（現役世代向け）

USS	L&G WPP	NEST
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ターゲットデー型           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>ライフスタイル</u>（デフォルト）</li> <li>・ エシカル・ライフスタイル</li> </ul> </li> <li>■ バランス型           <p>（リスク水準の違いで 4 パターン） X            （通常/エシカルの 2 パターン）</p> </li> <li>■ 個別資産           <p>（英国株式、グローバル株式、新興国市場、債券、エシカル株式            シアリアファンド）など</p> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ターゲットデー型           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>ライフタイムアドバンテージファンド</u>（デフォルト）</li> <li>・ ターゲットデー型ファンド</li> <li>・ イスラミックライフスタイル</li> </ul> </li> <li>■ バランス型           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 16 ファンド（リスク水準/投資対象/サステナビリティ考慮の違いなど）</li> </ul> </li> <li>■ 個別資産           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ グローバル/海外株式（28 ファンド）</li> <li>・ 英国株式（8 ファンド）</li> <li>・ 債券（23 ファンド）</li> <li>・ 不動産（2 ファンド）</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ターゲットデー型           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>リターンメントデー型ファンド</u>（デフォルト）</li> <li>・ ハイリスクファンド（グライドパス型）</li> <li>・ エシカルファンド</li> </ul> </li> <li>■ バランス型           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ハイリスクファンド</li> <li>・ ローグロースファンド</li> <li>・ シアリアファンド            （退職者向け）</li> </ul> </li> </ul>

出所：各職域年金のアニュアルレポート等より

NESTにおいてもリスク許容度やエシカルな運用の選好の違いに応じて複数の投資オプションが用意されています。NESTにおいては、「シャリアファンド」と呼ばれるイスラムの教義に即した投資を行うバランス型ファンドが投資オプションにあります。L&Gについてはライフタイムアドバンテージファンドが現状デフォルトに設定されており、その他にターゲットデート、イスラミックの二つのターゲットデート型および 16 のバランス型という広いラインアップからファンドを選択できるようす（なお、L&G はマスタートラスティとして多くの企業に DC プランを提供していますが、企業によって選択可能なファンドを絞り込むケースがあるようです）。

次に個別資産の投資オプションについてみてみます。政府の設立による NESTにおいてはそもそも個別資産の投資オプションが用意されていません。USSにおいては、株式で地域別の 3 ファンド、エシカルあるいはシャリア株式ファンド、債券ファンドの 6 つの個別資産オプションがあります。たとえば英国の株式ファンドでは、ESG 指数に追随するインデックスファンドが提供されています。L&Gについては、個別資産の投資オプションが充実しており、60 種類以上のファンドから選択できるようです。

英国の DC 職域年金制度の投資オプションを見てきましたが、マスタートラスティとして多くの企業に DC プランを提供するビジネス展開をしている L&G を除いた 2 つの DC 制度については、バランス型のオプションが比較的充実しているのに対し、個別資産のオプションはシンプルな印象を受けます（NEST はそもそも用意していません）。日本の DC 年金ではパッシブ/アクティブの違い、またアクティブでは運用スタイルの違いを含めて、個別資産のオプションが充実している（制度にもよります）のと比較すると、ずいぶん印象が違います。

この背景には、DC 職域年金が老後の備えとしての資産形成を目的としていることから、原則的な投資としてバランス型運用がふさわしいという考え方があるのだと思います。加入者によってリスク許容度の違いやエシカルな運用のニーズがあったとしても、（資産形成を目的とした最善の運用形態と考えられる）バランス型運用の枠組みの中で対処できる、という考え方ではないでしょうか。

そのように考えれば、個別資産オプションは必ずしも投資オプションとして用意しなくて良いことになります。なんとなれば、個別資産運用は ISA（日本の NISA の手本になった、英国の個人貯蓄口座のこと）の方でやってもらえば、もっと自由にファンドを選択できます。DC 制度で個別資産のオプションが少ないのでそ ういった背景が考えられます。

## ■DC のサステナブル投資への取組み

DC のトラスティはサステナブル投資に関する投資方針も策定します。英国を含め欧州は個人のサステナビリティへの関心が高く、自身の年金資金の投資先がどのような事業を行っているかについて関心を持つ人が多いのです。ESG ファンドの残高が多いのもうなずけます。

図表 3 は各 DC 制度の SIP（ないしは Responsible Investment Policy）に書かれているサステナブル投資方針を整理、比較したものです。サステナビリティに関する投資方針については、前月のレポートで示した DB のそれと類似性が多く観察されることがわかります（USS については全く同じです。USS

は DB と DC について、一つの SIP の中で定めており、サステナビリティに関する記述は両者に共通しているからです）。トラスティは、加入者のために DC プランの商品ラインアップを決定する立場にありますので、これらサステナビリティに関する運用基本方針は、商品ラインアップ全体に適用されることになります。

(図表 3) サステナブル投資関連の運用基本方針 (DC)

	USS	L&G WPP	NEST
① ポートフォリオのネットゼロ目標	<p>ネットゼロ目標あり(2050)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 気候リスクを財務的に重要な要因として考慮</li> <li>・ スチュワードシップ活動の他、政策提言を通じた気候変動に関する市場の変革に取組む</li> </ul>	<p>ネットゼロ目標あり(2050)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 主要ファンドについて 2030 年までの炭素削減目標を設定し、進捗の公表</li> <li>・ 気候リスクを「長期的かつ構造的リスク」と認識し、リスクレジスターで定期的にモニタリング</li> </ul>	<p>ネットゼロ目標あり（2050）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 気候変動リスクポリシーに明記</li> <li>・ 低炭素経済への移行に資する投資機会を積極的に探究</li> </ul>
② ESG の考慮	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESG 要因は財務的に重要な要因として、投資判断に統合</li> <li>・ ユニバーサルオーナーとして、他の AO と協働してリスク低減に取組む</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESG（環境・社会・ガバナンス）要因は財務的に重要な要素として、投資判断に統合</li> <li>・ ESG スコアに応じて投資比率を調整</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESG 要因はリスク管理フレームワークの一部と位置づけ</li> <li>・ ESG リスクを資産配分、市場リスク、AM 選定などのプロセスに横断的に統合</li> </ul>
③ スチュワードシップ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユニバーサルオーナーとしての立場からアクティブなエンゲージメントを行う</li> <li>・ ポリシーエンゲージメントを通じ経済市場の機能促進を図る活動を行う</li> <li>・ 他の長期投資家と協働する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ エンゲージメントを重視、企業・政策当局と対話を実施</li> <li>・ 議決権行使を通じて改善要求や反対票を投じる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議決権行使方針を定め AM に遵守をもとめる</li> <li>・ 政策提言や協働エンゲージメントを実施する</li> </ul>

出所：各職域年金のアニュアルレポート等より

DC でも DB と同様にポートフォリオのネットゼロ目標が設定されています。例えば NEST の場合、「2050 年までに排出量ネットゼロを達成し産業革命以降の気温上昇を 1.5℃ 以内に抑えることに、DC で投資するポートフォリオ全体を整合させる」という目標を置いています。加入者が投資商品の選択を行う DC プランにおいて、ポートフォリオをコントロールできるのかという気もしないではなりませんが、一方でバランス型運用においては個別ファンドの選定はトラスティに任せていますので、ファンド選定の段階でサステナブル投資ファンドを採用することでポートフォリオ全体を整合させることができると考えているのかもしれません。

ESG の考慮とスチュワードシップについても DB と同様の扱いが見られます。すなわち、ESG 要因を財務的に重要な要因として捉え投資判断を行い、投資判断に統合するという考え方です。スチュワードシップを重視する姿勢も DB のトラスティと基本的な考え方の方向性は変わりません。どの DC 制度もエンゲージメントと議決権行使双方の手段を通じて、企業との対話と働きかけを行います（自家運用か外部委託運用かでアプローチは異なります）。政策当局への提言（ポリシーエンゲージメント）や協働エンゲージメントの実施を SIP に記載しているところもあります。

### ■ダイベストメントや非財務的事項の扱い

次にダイベストメント/エクスクルージョン（投資撤退/投資除外）の扱い、および非財務的事項（加入者の倫理観や E（環境）や S（社会）に関する価値観）の取り扱いについてみることにします（図表 4）。

(図表 4) サステナブル投資関連の運用基本方針 (DC) 続き

	USS	L&G WPP	NEST
④ ダイベストメント/ エクスクルージョン	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ エクスクルージョン 財務的に重大な ESG リスクがある場合に限り、除外やダイベストメントを検討</li> <li>■ ダイベストメント 同上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ エクスクルージョン           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ (最低基準) 石炭・オイルサンド (基準あり) 非人道兵器、UNGC 違反企業をダイベスト</li> <li>・ (広範な除外基準) タバコ、ギャンブル、動物虐待</li> </ul> </li> <li>■ ダイベストメント           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ GHG 排出量やネットゼロ目標を評価し、基準未達の企業には議決権行使やダイベストメントを実施</li> <li>・ まずはエンゲージメントによる改善</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ エクスクルージョン           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 原則として慎重に扱うが、非人道兵器に関与する企業は除外する</li> </ul> </li> <li>■ ダイベストメント           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 原則として慎重に扱うが、非人道兵器に関与する企業はダイベストする (詳細はポリシーに記載)</li> </ul> </li> </ul>
⑤ 非財務的事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資判断は財務的利益を最優先する必要があると認識</li> <li>・ 以下の場合非財務的事項を考慮することがある。           <ul style="list-style-type: none"> <li>①考慮しても重大な財務的損失のリスクがない、②加入者間で広く共有された懸念があると判断できる</li> </ul> </li> <li>・ 加入者またはその代表者から ESG に関する意見を収集</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 非財務的事項は ESG リスクと重なり、財務的影響を持つ場合がある。</li> <li>・ 加入者の価値観や意見を調査し投資方針に反映している</li> <li>・ 倫理・信条などに配慮したファンド選択肢を用意している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 財務的に関連する場合は投資において考慮する</li> <li>・ 非財務的事項はエシカルファンドにおいてのみ考慮される (加入者の意見を反映)</li> </ul>

出所：各職域年金のアニュアルレポート等より

ダイベストメント/エクスクルージョンについては、プランによって方針がやや異なります。NEST は原則として撤退/除外方針に慎重で、(非人道兵器関連企業に対して) 限定的な除外を行う方針です。USS は財務的に重大リスクがある場合にのみ検討するとあり、倫理観や価値観をもとにした撤退/除外は、考慮しても重大な財務的損失のリスクがない場合などに限定しています。L&G については、気候変動や国際規範への違反企業について除外するとあり、除外する範囲がより広くなっています。さらに L&G の場合、タバコ、ギャンブルといったより広範にわたる除外方針をもつファンド加入者が選択できるようにするなど、加入者のエシカルな企業の選好を踏まえた除外方針のオプションを用意しています。

非財務的事項の扱いについての記述についてみてみると、共通しているのは、非財務的事項であってもそれが財務的に影響する場合には投資において考慮されることを明記している点です。一方で、財務的な影響のない場合の取り扱いは、プランによって書きぶりが異なります。NEST はエシカル (倫理的) ファンドのみにおいて考慮するという記載しています。USS は非財務的事項を考慮することが重大な財務上のリスクを引き起こさない場合にはそれを考慮することがあるとしています。L&G は倫理や信条に配慮したファンドをオプションとして用意しているという、より積極的な記述が見られます。

前月のレポートで見た DB プランでは、非財務的事項に関しては極めて限定的にしか考慮されないことが共通した特徴でしたが、DC プランでは非財務的事項により踏み込んだ対応を行っている (DC プランによっても濃淡がありますが) と言えます。この背景には、DC プランにおいては加入者がおののおの投資オプションを選択できるため、加入者によって異なる倫理的志向や環境・社会的価値観に沿うことが可能なことがあります。

まとめますと、DC プランにおけるサステナビリティへの対応は、原則的には前月号のレポートで見た DB プランと同様ですが、よりエシカルな価値観を持つ加入者に対し投資オプションを設けているという点で DB とは異なると言えます。どちらも加入者の利益最大化を目指すという点では同じですが、DB プランの場合、価値観については、加入者間で共通した価値観だと判断できるものだけをとらえる結果、原則として財務的リターンの最大化を目標に置き倫理的要素の考慮は極めて限定的となるのに対し、DC プランでは、価値観の異なる加入者に応じたある程度柔軟な対応が可能であり、結果的によりエシカルな投資がオプションという形で提供されていると言えます。

#### 4. オルタナティブ組入れの拡充

英国では最近になって DC 職域年金のデフォルト運用にオルタナティブを組入れようという機運が高まっています。

##### ■マンションハウス合意

本年（2025 年）5 月、ABI（英国保険協会）や PLSA（年金及び生涯貯蓄協会）の呼びかけで、職域年金基金やマスタートラスティを提供する金融機関など 17 機関が、「マンションハウス合意」に署名しました。

合意内容は以下の通りです。

署名者は、受託者責任および消費者義務の範囲内において、以下の目標を掲げる

- ・2030 年までに、主要な確定拠出年金（DC）デフォルトファンドの少なくとも 10%をプライベート市場<sup>\*</sup>に配分する。
- ・さらに、そのうち少なくとも 5%を英国のプライベート市場に配分する。ただし、適切な投資可能資産が十分に供給されることを前提とする。

\*: プライベート市場：非上場株式、不動産、インフラ投資、債権

図表 1 で示した通り、USS や NEST などすでに実物資産の組み入れを行っているところもあります（L&G も退職時点では組入れ）が、今回の合意で広く DC 職域年金におけるオルタナティブ（非上場株式、不動産、インフラ投資、債権など流動性の低い資産）の組み入れが加速するものと思われます。

ところで、デフォルト運用に新たにオルタナティブを 10%以上組入れるとしたら、ポートフォリオのリスク特性にも影響があるはずです。加入者の合意は必要ないのか、疑問に思われる方も多いでしょう。もし合意が必要だとしたら、それは大変ハードルが高いと言えます。いったいどのようにするのでしょうか。

合意内容を読む限り、どうやら ABI や PLSA は加入者の個別合意を取らずに、既存のデフォルト運用のポートフォリオに新たにオルタナティブを組入れることを考えているようです。受託者責任の観点で後から問題が起きないように、合意文書の中で政府と規制当局に対して「加入者の同意なく運用基本方針を変更し資産配分を変更することについて、それが加入者の最善の利益に沿う場合において必要とされるセーフガードの設置」などについて要望を出しています。

## 5. 日本の DC 年金への示唆

SIP（運用基本方針）を通じて英国の DC 職域年金の実情を見てきました。英国では、DC 制度においても、トラスティがメインと位置付けるデフォルト運用方法が主流となっており、その中で多くの加入者にとって最善と考えられる資産配分、サステナブル投資への取組みを行う仕組みを構築しています。その背景には、行動経済学の知見から、知識がないために運用の選択ができない人も含めたより多くの人が、適切な資産形成を行うように促されるしくみが必要という考え方があります。

### ■指定運用方法の位置づけ

英国の DC 職域年金では老後への資産形成に適したデフォルト運用方法をトラスティが責任をもって設計し、メインの運用の位置付けとすることで、運用知識に乏しい加入者に対し老後の資産形成に向けて望ましい投資行動をとることが促される仕組みを構築しています。望ましい行動を促すために意思決定の環境をデザインする手法を行動経済学の用語で「ナッジ」といいますが、デフォルト運用方法の選択のしくみは、このナッジを応用したものといえるでしょう。

デフォルト運用に似た仕組みは日本でも指定運用方法の設定として導入されています。しかし、設定は任意であり英国のように義務付けではありません。また、指定運用方法は運用指図をしない未指図者を出さないために設定するものという建付けになっており、指定運用方法を設定している制度においても、指定運用方法が適用される加入者は 1 割程度<sup>※1</sup> にすぎません。さらに過去においてはほとんどの場合その指定運用方法には元本確保型商品が設定されていたのです。

※1 内閣府、「資産運用立国に関する基礎資料（アセットオーナー関係）」

こうした状況は少しずつ改善しつつあります。指定運用方法を設定する制度は 3 割弱まで上昇しています（弊社受託分、2024 年 3 末）。また、指定運用にターゲットデータ型運用を設定する制度も 4 割程度と増加傾向にあります（同）<sup>※2</sup>。しかしながら、せっかく老後に向けた資産形成にふさわしい運用方法を指定しても、メインの運用として位置付けることは難しいのです。日本の DC 制度においては特定の運用を推奨することができないからです。

※2 MUFG 資産形成研究所、「企業型 DC における商品ラインアップ見直しの論点」、（2005 年 1 月）

次善の策として、指定運用方法に選択した理由やその狙いについて、わかりやすく伝えることが考えられます。そのことは加入者に対して DC における運用の在り方を示す一つのメッセージになると考えられます。

### ■自己責任原則の修正

日本の DC 制度においては、事業主も運営管理機関も特定の運用方法を選定あるいは推奨することは認められていません。投資教育を受けた加入者が自己責任で投資商品を選定するルールになっています。

しかし、資産形成に向けた投資商品の選定は、投資においても難易度の高いものです。リスク許容度だけでなく、相続財産を含めた生涯収入の見込み、ライフスタイルに基づく将来の生活費の予測、インフレの想定など様々な要素を加味する必要があります。投資教育を実施したとしても、本当にそれら要素を踏まえた老後資金の運用を行える個人は少数派ではないでしょうか。多くの人にとっては、（たとえ投資商品のリスク＝リターン特性について理解したとしても）老後の資産形成に向けた適切な運用など、どれを選べばよいかわからないというのが実情ではないでしょうか。

また、従業員全員が加入するDC制度では、加入者の全員が投資に興味のある人ではありません。ここがNISA加入者との大きな違いです。投資教育の重要性の指摘については全く同感ではあります、そもそも投資に興味がない人には投資教育は届きようがないのです。そのような人々にも、資産形成にふさわしい投資商品が提供されることは広く制度運営に携わる者の責務と言えるのではないかでしょうか。

英国においては、トラスティがその役割を果たしています。デフォルト運用を資産形成にふさわしいものとして設計した上で、メインのファンドとして位置付けています。もちろん自分自身で投資商品を選択したい人、すでに財産が充分にあり老後の資産形成とは異なる運用目的を持つ人には、別の選択肢が残されています。

日本のDC制度には英国のようなトラスティがありませんが、一定の受託者責任を確保する前提のもと、指定運用方法における投資一任での運用を認めるなど、投資に興味がなく適切な選択ができない加入者に対し、ライフステージに合わせた運用が自動的に提供されるスキームの導入を検討すべきではないでしょうか。

振り返りますと、DC制度が導入された2000年代の初頭は、何事においても「自己責任」が強調された時代だったように思います。しかし、全てを自己責任として片づけてしまった結果、格差を助長したり弱者保護が充分でなかつたりという問題点が昨今認識されています。DC制度が投資リテラシーの高い人とそうでない人の格差助長の要因になることを防止するための工夫が必要と考えます。

本稿では、英国のDC職域年金におけるSIP（運用基本方針）を見ることで、トラスティの関与やデフォルトファンドの位置づけを明らかにしました。DC制度の投資選択は個人が行うものではありますが、英国ではトラスティの設定するデフォルト運用方法をメインに位置づけることで、投資知識の少ない加入者でも適切な資産形成に誘導される仕組みを構築しています。そこには行動経済学の考え方が応用されています。DCにおけるトラスティの制度がない日本ですが、英国の仕組みは参考になる部分があるのではないかでしょうか。

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。

参考文献 :

福山圭一、「英国の確定拠出企業年金（DC）についてのバリュー・フォー・マネー」、年金シニアプラン総合研究機構 年金調査研究レポート、2024 年 2 月

各 DC 職域年金の SIP（運用基本方針）、RI（責任投資方針）、Annual Report（年次報告書）

内閣官房新しい資本主義実現事務局、「資産運用立国に関する基礎資料」、金融庁 金融審議会 資産運用に関するタスクフォース第 3 回、2023 年 10 月

日下部朋久、「企業型 DC における商品ラインアップ見直しの論点」、MUFG 資産形成研究所、2025 年 1 月

佐川あぐり、「DC における指定運用方法の現状と課題」、大和総研、2022 年 9 月

## 年金 ALM 分析③

～資産・総合分析、政策アセットミックス策定後のモニタリング～

トータルリワード戦略コンサルティング部 コンサルタント 白谷 嶺

### 要旨

- 政策アセットミックスの候補策定にあたっては、効率的フロンティアの活用が有効です。期待収益率の設定に際しては、キャッシュフローベースの成熟度が参考になります
- 将来の積立比率の予測においては、次回の財政再計算時や政策アセットミックス見直しタイミングとなる 3 年後や 5 年後が 1 つのチェックポイントとなります
- 政策アセットミックス策定後は、実際の運用プロダクトによる運用が開始されますが、年金 ALM 分析で想定したリスク範囲内に収まっているかを継続的にモニタリングすることが重要です

本稿では、前回までの負債分析の続きとして、資産分析、総合分析及び政策アセットミックス決定後のステップについて解説します。

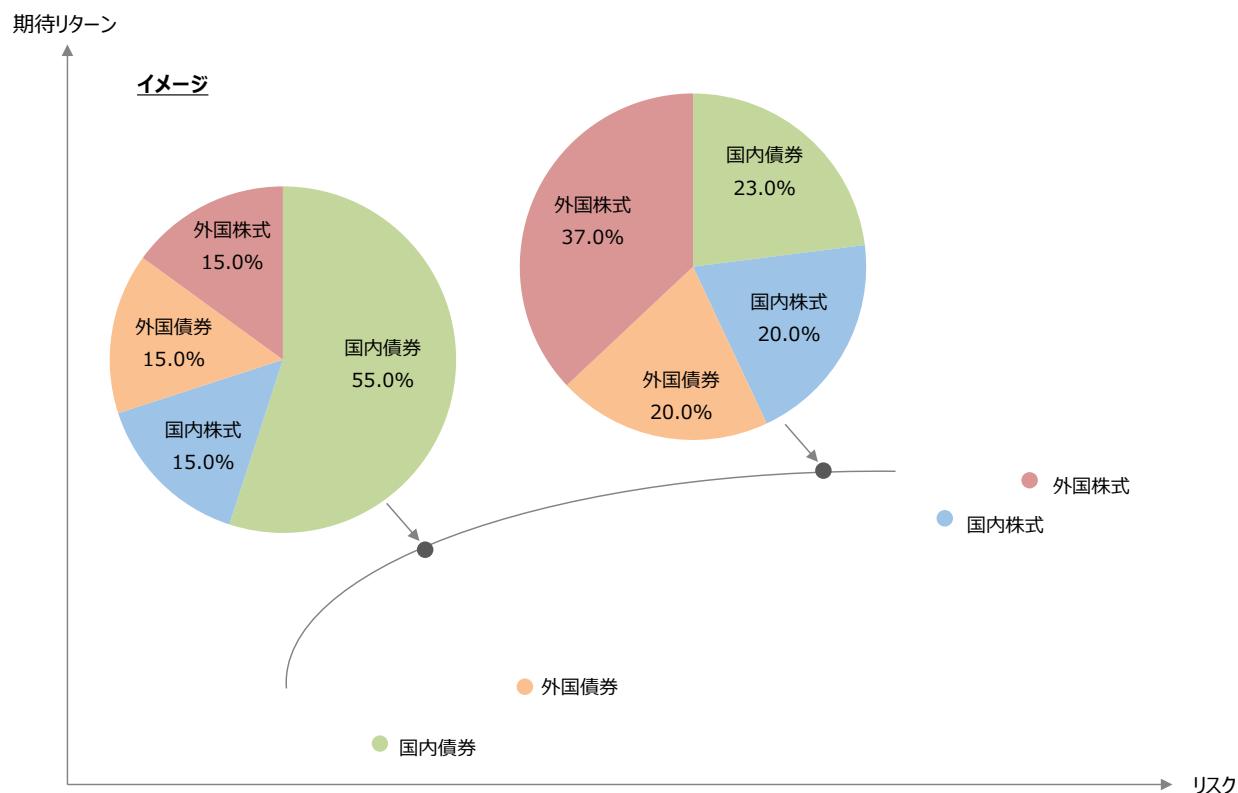
### 1. 資産分析

#### (1) 政策アセットミックスの候補

資産分析では、前提条件協議を踏まえて設定した各資産クラスの期待リターン、リスク（標準偏差）および相関係数を用いて、効率的フロンティアを作成します。これを最適化計算と呼びます。効率的フロンティアとは、同じ期待リターンを持つ資産配分の組み合わせの中で、最もリスクが小さくなる資産の組み合わせの集合を表したものです。

図表 1 は、伝統四資産を投資対象とした場合の効率的フロンティアを示しています。この曲線上に位置する資産構成は、各期待リターン（縦軸）に対してリスク（横軸）が最小となり、政策アセットミックスとして高い効率性を有しますが、以下の 2 点に留意する必要があります。

(図表 1) 効率的フロンティア



出所：筆者作成

1 点目は、採用する資産クラスおよび各資産の期待リターン、リスク、相関係数の前提によって、効率的フロンティアの形状が大きく変化する点です。図表 1 では伝統四資産を対象としていますが、オルタナティブの組み入れや、各資産の前提に変更が生じた場合、効率的フロンティアの形状もそれに応じて変化します。このような特性を踏まえたうえで、分析対象とする資産クラスや前提条件の妥当性をよく吟味することが重要です。

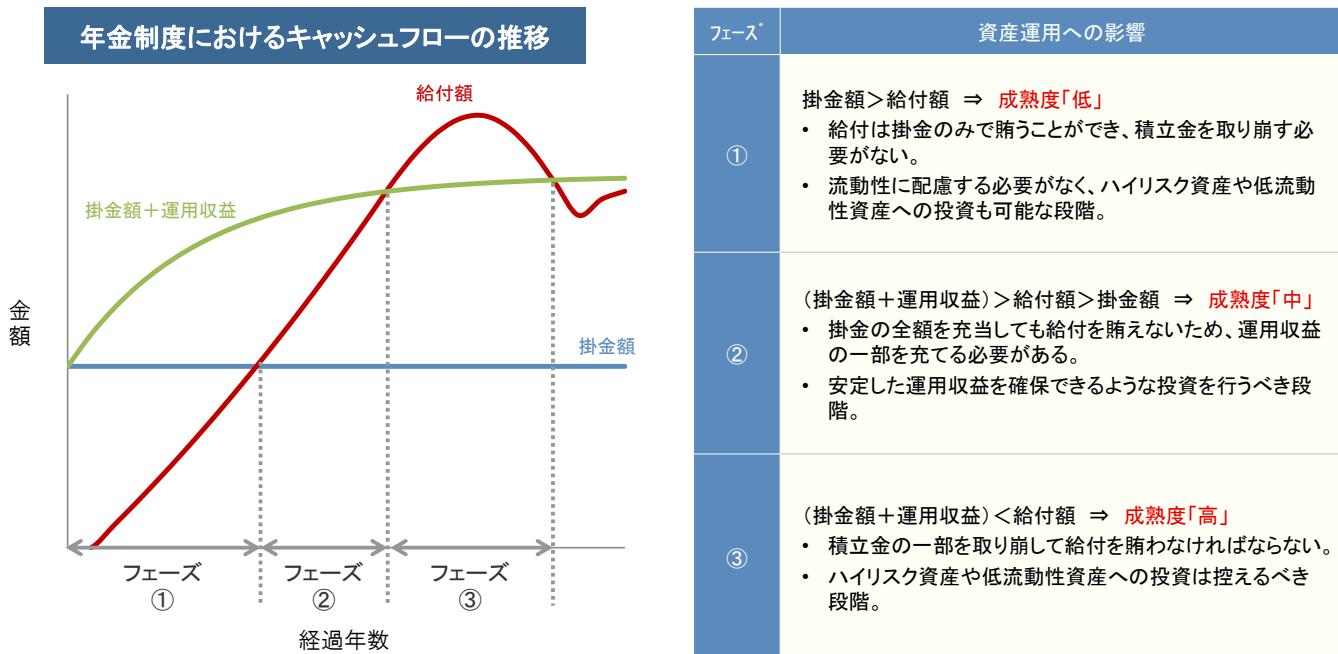
2 点目は、資産ごとの組み入れ比率に制約を設けずに最適化計算をした場合、特定の資産に配分が集中する可能性がある点です。例えば運用効率（＝単位リスクあたりのリターン）が著しく高い資産が組み入れられた場合、その資産への配分が過度に集中し、分散投資の観点から採用しにくい資産構成比が得られることがあります。そのため、実務においては、各資産の構成比に対して上限および下限を設定したうえで、効率的フロンティアを作成するのが一般的です。

## (2)期待収益率の設定

政策アセットミックスの候補は、制約条件に基づき最適化計算を行った効率的フロンティアの中から選定します。一般的には、年金財政を重視して、期待収益率が「予定利率 + コスト」相当のアセットミックスを中心に、成熟度を加味したうえで目標収益率を検討し、政策アセットミックス候補を選定します。

確定給付企業年金制度（以下、DB 制度）は、制度発足時は主として現役従業員を加入者として積立を行いますが、時間の経過とともに退職者が増加し、受給者の比率が高まることで徐々に成熟していきます。この成熟度は、DB 制度が現在どの発展段階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）、年間の収入に対する支出の割合（金額ベースの成熟度）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。成熟度の段階に応じて許容されるリスク水準が異なるため、目標收益率にも次のような制約が生じます（図表 2）。

(図表 2) 成熟度の捉え方



出所：筆者作成

フェーズ①は掛金額>給付額となる場合です。この段階では、仮に運用環境の悪化により年金資産が一時的に毀損した場合であっても、給付を掛金のみで賄うことが可能であり、回復までの時間的な余裕があります。そのため、年金資産の運用において流動性への過度な配慮は必須ではなく、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>掛金額であるものの、運用収益を含めたキャッシュフローが黒字となる段階です。この場合、掛金の全額を充当しても給付を賄えず、運用収益の一部を充てる必要があります。そのためハイリスク資産や低流動資産の組み入れ比率には一定の配慮が求められます。

フェーズ③は給付額>（掛金額 + 運用収益）となり、年金資産を取り崩しながらの運営となる段階です。この段階では、過度なリスクテイクを避ける必要があり、特にハイリスク資産や低流動性資産の組み入れにつ

いては、給付超過による取り崩し額を踏まえ、必要な流動性資産をどの程度確保すべきかを検証したうえで、慎重に判断することが求められます。

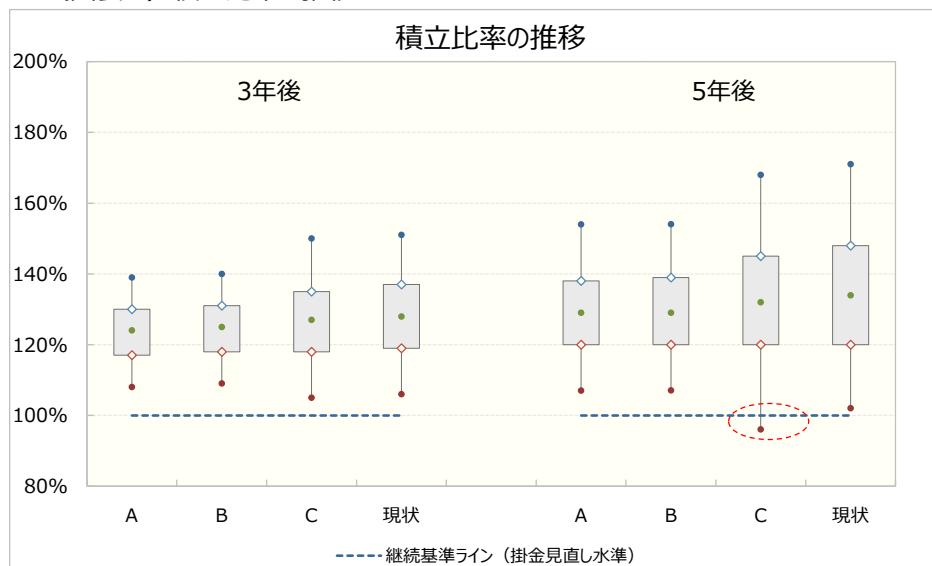
このように、DB 制度の成熟度に応じてリスク許容度は異なります。各段階の制約を踏まえたうえで、必要となるリターン水準を確認することが重要です。

## 2. 総合分析

総合分析では、まず、選定した政策アセットミックス候補において将来の年金資産額を予測し、責任準備金に対する積立比率や不足金発生リスク（掛金見直し要否）を比較検討します。図表 3 は、政策アセットミックス候補 A、B、C と現状の政策アセットミックスについて、分析基準日から 3 年後、5 年後の積立比率の推移を表したもので、各政策アセットミックス候補の期待収益率は、A は「予定利率」と同程度、B は「予定利率 + コスト」と同程度、C は期待収益率を B よりも引上げた場合を想定しています。ここでのポイントは、以下の 2 つです。

- ・今後の運用環境が平均的な場合（50%点）において、積立比率が目標値（100%あるいは現状積立比率等）に到達しているか
- ・運用環境の著しい悪化を想定した場合（5%点：20 年に 1 度発生する程度の悪化）において、積立比率が許容範囲内か（掛金見直しが必要でないか）

（図表 3）積立比率の推移



【グラフの見方】

- この値より大きくなる確率が 5%  
95%点
- 90%の確率で想定される範囲  
75%点
- 50%の確率で想定される範囲  
50%点
- 25%点
- この値より小さくなる確率が 5%  
5%点

出所：筆者作成

また、比較検証する時点については、次回の財政再計算時や政策アセットミックス見直しタイミングとなる 3 年後または 5 年後が 1 つのチェックポイントとなります。

例えば、図表 3 で 5 年後の積立比率を比較すると、期待収益率が高い C は期待収益率が低い A や B より 50% 点の積立比率が高くなっています。ただ、どの政策アセットミックス候補も積立比率が 100% を超えているので問題はなく、優位性に大きな差はないと言えます。

一方、5% 点における積立比率はリスクの大きい C が最も低くなり、掛金見直しも必要となっています。C よりもリスクを抑えた A や B は掛金見直しまでは不要な見込みであり、追加掛金の発生リスクを抑えるには A または B を採用することが有効と言えます。このように、積立比率と追加掛金発生リスクの観点からは、政策アセットミックス候補 A または B が優位と判断することができます。

以上のように、年金 ALM 分析では、政策アセットミックス候補ごとに将来の財政状況を確率的に予測することができます。この他にも、最適な政策アセットミックスを検討する材料として、ショートフォールリスク※ やバリューアットリスク※などのリスク指標を用いた分析や総合的な運用効率を検証したうえで政策アセットミックス候補を評価することも考えられます。

※ショートフォールリスク：目標収益率（予定利率 + コスト）を下回る確率

※バリューアットリスク：一定の確率で発生するような運用環境の大きな下振れが起った際の不足金額

### 3. 政策アセットミックス策定後

#### (1) 実践ポートフォリオ

年金 ALM 分析を通じて、将来の財政上のリスクを把握したうえで政策アセットミックスを決定します。その内容を運用の基本方針に反映することで、政策アセットミックスに基づく運営が開始します。そして、政策アセットミックスを基軸としつつ、付加価値の獲得や運用戦略を踏まえて、具体的なプロダクトを選定していきます。

年金運用における実際のポートフォリオは、政策アセットミックスのようなインデックスの単純な組み合わせではなく、複数の運用プロダクトを組み入れた構成となります。このような実際の運用ポートフォリオを「実践ポートフォリオ」と呼びます。

実践ポートフォリオの具体的な構築においては、政策アセットミックス策定時に想定したリスク特性から大きく乖離しないことが重要です。意図に沿った運用プロダクトを採用できた場合には、ポートフォリオのリスク・リターンの改善を通じて、さらなる付加価値の獲得が期待できます。一方で、想定通りの成果が得られない場合であっても、実践ポートフォリオの中で、機動的に戦略の見直しやプロダクトの入れ替えを行うことが可能です。

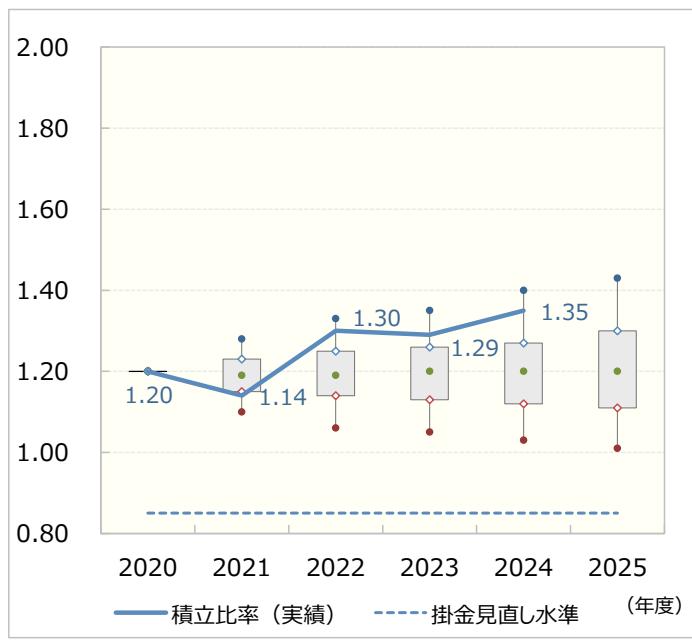
#### (2) 毎年のモニタリング

年金 ALM 分析では、年金資産および年金負債について一定の前提を置き、将来予測を行います。そのため、新たな政策アセットミックスによる運営結果が、年金 ALM 分析時の予測とどの程度乖離しているかを

把握することは、次回の政策アセットミックス見直し時や、ガバナンス上の観点から重要となります。年金 ALM 分析は前提条件に基づくものである以上、実績との乖離は避けられませんが、その乖離が分析時に想定したリスクの範囲内に収まっているかを確認することが重要です。

乖離を確認する具体的な項目としては、資産サイドの直近の平均収益率に加え、継続基準および非継続基準の積立比率があり、当初想定と比較してどのように推移しているかを把握する必要があります。これらの結果を踏まえ、次回再計算時には、実績との乖離に応じたリスクの見直しを検討することが考えられます。

(図表 4) 積立比率の実績との比較



出所：筆者作成

#### 4. まとめ

これまで 3 回にわたり、年金 ALM 分析の意義および分析手法について解析してきました。アセットオーナー・プリンシブルの受け入れ表明を背景に、年金 ALM 分析を活用する事例は増加傾向にあると感じています。政策アセットミックスは年金運用において重要な位置づけにあり、政策アセットミックス策定後の運営についても定期的なモニタリングを実施していくことが重要です。

なお、本稿における意見にかか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。

## 労働生産性

私事であるが、この 3 月に古希を迎える。65 歳で退職してからほぼ 5 年間、対価を得て作業をするのは月に 1 回の本稿執筆だけであり、“働くない生活”を続けているが、年金により生活を支えて頂いている。誠に有り難い限りである。

2025 年の新語・流行語大賞は、「働いて、働いて、働いて、働いて、働いて参ります」が受賞した。女性初の総裁ひいては首相就任を前に自身の姿勢を示したものであり、政治家としての覚悟を示したものだとは思うが、より良い社会の実現に向けてつなげていただきたい。

大学時代に労働経済学という授業を受けた。「当時、女性社員は結婚退職することが一般的であり、その結果、企業の総額人件費が抑えられている」という内容があったことを覚えている。昭和という時代を反映した考え方ではあるが、実際に筆者は金融機関に就職して社内結婚をした後、配偶者は寿退社して専業主婦となつた。今では、女性は結婚・出産後も働く人がかつてより多くなっており、企業側としても育児との両立がしやすい環境整備に取り組んでいるが、現在の労働経済学は、時代とともに働き方や価値観も変化する中で一体どんなことを教えているのだろうか？

労働というのはすべからく何らかの成果を得るためのものであり、より多く働くというのは、より多くあるいはより良い成果を得るためにあるはずだ。ただ、労働時間は倍にすることさえ困難であるし、時間をかけただけ成果が上がるわけではない。したがって、闇雲に働くのではなく、単位当たりのパフォーマンス、すなわち労働生産性を上げることが重要であることは言うまでもない。

労働生産性というのは 1 人当たりの付加価値額のことである。労働者サイドの頑張りで生産性を向上させようとしても限界があることは、上記の通り明白である。必要なのは、生産手段改良や製品自体の付加価値向上あるいはそうした経営を行うための制度やシステムの整備などである。政治家が、こうした制度やシステム構築に働いてくれるのであれば有難いことであるし、人口減少社会においてはそれこそが求められているのではないか。

2025 年 12 月 10 日

アナリスト 久野 正徳



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ます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](http://www.mufg.jp)

