

三菱 UFJ トータルリワードレポート

Mitsubishi UFJ Total Reward Report

2026年3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。



《自己都合退職時の給付額》

[退職給付制度における自己都合乗率の影響と在り方](#)

トータルリワード戦略コンサルティング部 チーフコンサルタント 関口 翔太 1

《パーパス経営的人事考 その 12》

[人事制度改革が先か、組織変革が先か](#)

[～時代の変遷と人事制度改革の潮流～](#)

トータルリワード戦略コンサルティング部 プリンシパル 若山 秋雄 8

《調査レポート》

[「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」の調査結果](#)

[～処遇・制度見直しの観点から見る最近の動向～](#)

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 中原 由紀子 14

《サステナブル投資》

[サステナブル投資の 20 年（前編）](#)

[～投資実務の発展～](#)

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》

[積極財政と民間投資](#)

アナリスト 久野 正徳 33

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

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

退職給付制度における自己都合乗率の影響と在り方

トータルリワード戦略コンサルティング部 チーフコンサルタント 関口 翔太

要旨

- 自己都合乗率は、確定給付企業年金制度や退職一時金制度における自己都合退職時の給付水準を調整するものであり、日本の退職給付制度に深く根付いた仕組みです
- 近年、行政からは、人材流動性への影響を踏まえて、自己都合退職時の給付額調整に対する問題意識が示唆されています
- 自己都合乗率は静かに効くものであり、問題が顕在化していないことをもって現在の制度が最適であるとは限りません
- 各企業は、自己都合乗率が自社に与える影響を整理し、人材戦略や退職給付制度をはじめとした報酬制度全体との整合性を定期的に点検し、必要に応じて見直すことが重要です

退職給付制度は、日本企業における金銭報酬の一部として、長年にわたり重要な役割を果たしてきた。とりわけ確定給付企業年金制度（以下、DB）や退職一時金制度は、終身雇用・長期勤続を前提とした雇用慣行の下で、従業員の生活保障と人材定着の双方を目的として設計されてきた。

その中で、退職事由が自己都合の場合の給付額を、会社都合の場合のものより減額調整する仕組みは多くの企業において当然の前提として組み込まれてきた制度要素である。しかし、人的資本経営の進展、労働市場の流動化、確定拠出年金制度（以下、DC）の普及等の環境変化を踏まえると、改めて「自己都合退職時にどの程度給付すべきか」を点検する意義は大きい。そこで、本稿では、自己都合乗率に焦点を当て、その影響と在り方を再考する。

なお、本稿では議論の中心概念として、次の通り用語を定義する。

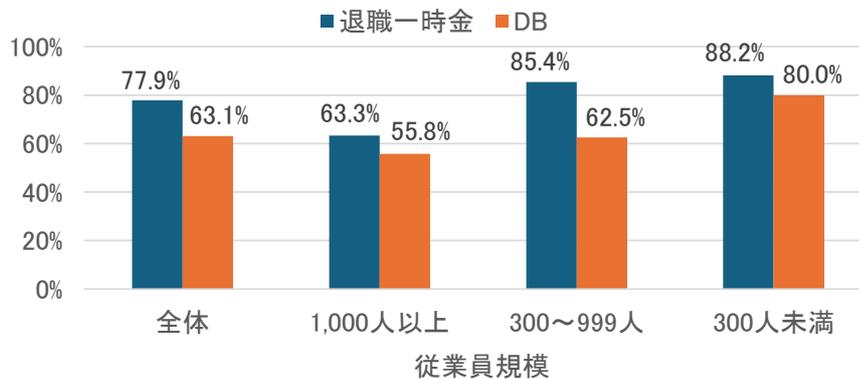
【自己都合乗率】：会社都合退職時の給付額を 100 としたときの、自己都合退職時の給付額の割合。
自己都合乗率が 100 ではない場合は「自己都合乗率を設定している」と表現する。

1. 現状と退職給付制度の比較

現在の退職給付制度においては、DB、退職一時金制度ともに、自己都合乗率を設定している企業が多数派である。また、従業員規模別にみると人数規模が小さい企業ほど、自己都合乗率を設定している傾向がみられる（図表 1）。大企業では、人材の多様性や一定の流動性を前提とした人材戦略を採用している場合が多く、退職給付制度に過度な離職抑制機能を持たせる必要性が相対的に低いと考えられる。

一方で中小規模企業では、人材流出の影響が経営に直結しやすく、中途退職の抑制や自己都合退職者に対する退職給付コストの抑制を重視していると想定される。

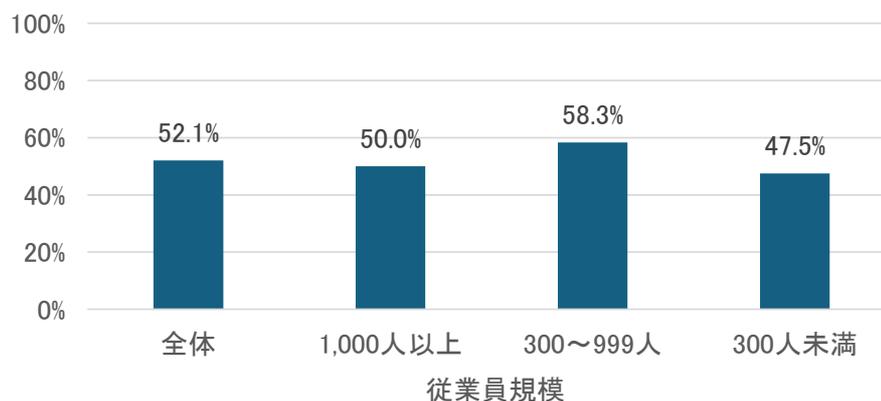
(図表 1) 自己都合乗率を設定している企業の割合



出所：株式会社労務行政「労政時報 第4104号『退職金・年金制度の最新実態』(2025年9月12日)より筆者作成

他方、企業型 DC は、勤続 3 年未満で自己都合退職した場合等に限り、事業主拠出掛金相当を返還させることの規定が可能である。当該規定の採用割合は 5 割程度であり、従業員規模別で明確な傾向はみられない(図表 2)。勤続 3 年以上の退職に対しては当該規定は設定不可能であり、退職事由に応じた給付額の調整はできない点が DC の特徴である。

(図表 2) DC 勤続 3 年未満の退職時における事業主掛金返還規定の設定企業の割合



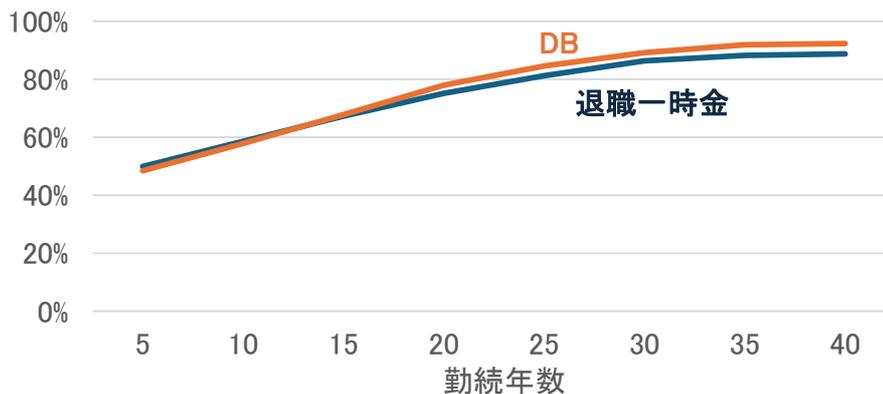
出所：株式会社労務行政「労政時報 第4104号『退職金・年金制度の最新実態』(2025年9月12日)より筆者作成

以上のように、DB や退職一時金制度は退職事由に応じた給付額の調整により長期勤続を評価しやすい制度であることに対し、DC は基本的に退職事由による調整ができないため労働移動に対して中立的な制度であると解釈されやすい。しかし、DB や退職一時金制度においても自己都合乗率を設定しないことで、DC 同様に労働移動に対して中立的な制度設計も可能であり、むしろ DB や退職一時金制度は設計の自由度が高いという点を理解しておく必要がある。

2. 自己都合乗率の設計思想

自己都合乗率は、勤続期間の伸びに応じて段階的に上昇、すなわち会社都合退職時の給付額に近づく設計が、DB、退職一時金制度のいずれにおいても一般的である（図表3）。

（図表3）勤続年数別の自己都合乗率



出所：株式会社労務行政「労政時報 第4104号『退職金・年金制度の最新実態』（2025年9月12日）より筆者作成

その背景には中途退職の抑制、貢献蓄積の反映、年功的賃金カーブとの整合等の思想があり、雇用慣行や賃金制度と紐づいて形成されてきた（図表4）。

なお、DBでは通知「確定給付企業年金制度について」において次の通り、定められている。

「制度の目的が老後の安定的所得の保障であることに鑑み、資格喪失事由や資格喪失時の年齢等により給付の額に格差を設ける場合においても、給付の額の格差が過大であること、早期に脱退した者の給付の額の方が有利であることなど、制度の目的を逸脱するものであってはならない」

（図表4）自己都合乗率の設計思想

分類	詳細
中途退職の抑制	<ul style="list-style-type: none"> 自己都合退職に対して給付額を抑制することで、中途退職を防ぐ効果が期待されてきた
貢献蓄積の反映	<ul style="list-style-type: none"> 勤続が長くなるほど業務経験や組織理解が深まり、企業への貢献が蓄積するという前提を退職給付に反映する考えに基づくもの
年功的賃金カーブとの整合	<ul style="list-style-type: none"> 賃金が勤続とともに上昇する日本型雇用の下では退職給付も勤続期間に応じた設計とすることが合理的とされてきた

出所：筆者作成

3. 自己都合乗率の実質的影響

自己都合乗率は入社直後に小さく、勤続とともに上昇するため、一見「若年層での自己都合退職時に影響が大きく、中年層以上では自己都合退職時の影響が小さい」と受け取られやすい。しかし、「自己

都合退職時の給付減少額 = 会社都合退職時の給付額 × (1 - 自己都合乗率) であるため、自己都合乗率が上昇しても、会社都合退職時の給付額が大きくなる局面では給付減少額が拡大しうる。

統計情報によると会社都合退職時に比べて自己都合退職時の給付の減少額が大きくなりやすいのは、40～50歳前後の層である（図表5）。この年齢層は多くの企業で中核人材、熟練人材として重要な役割を担う層でもある。そのため、自己都合乗率の設定は、若年層ではなく、中核人材、熟練人材に対する「離職の抑制効果」、および「転職という選択肢は現実的ではないという意識を浸透させる効果」を持つ可能性がある。

（図表5）勤続年数別における退職事由による給付の差（大学卒、事務・技術労働者、総合職相当）



出所：中央労働委員会「令和5年賃金事情等総合調査」より筆者作成

他方、55歳など一定年齢以上の退職に対しては、勤続期間によらず会社都合退職扱いとしている企業も多い。これは老後の安定的所得の保障や定年制との整合を意識した設計であると考えられる。そのため定年間際では自己都合退職による影響が緩和される傾向があり、この場合、自己都合乗率の影響が最も効きやすいのは40～50歳の層という構造が浮かび上がる。

4. 政策・行政からのメッセージの方向性

近年、自己都合退職時の給付額調整をめぐる行政からも一定の問題意識が示されている。

厚生労働省は2023年にモデル就業規則を改訂し、従前記載されていた自己都合退職時の退職金減額や短期間退職時の不支給規程を削除した。モデル就業規則は法的強制力を持つものではないが、人材流動性を阻害するルールについて、見直しの方向性が示唆されたと理解できる。

また、内閣府の2025年度の年次経済財政報告においても、「中高年の労働者については、転職率、転職等希望率が共に低いが、その要因の一つとして、企業側の慣行として、自己都合を理由に労働者が退職した場合に退職金が減額されるケースが多いという点があると考えられる」と言及されている。

こうした実態を踏まえると、自己都合乗率の設計は「従前からある制度要素」であると同時に、現在の労働市場環境の中で再点検が求められているテーマでもある。行政からのメッセージは一律の制度変更を求めるものではなく、企業に対して「自社の人材戦略や退職給付制度全体との整合性を踏まえ、自己都合乗率の在り方の確認をすること」を促すものであると捉えることができる。

5. 見直しの検討にあたって

ここまで、自己都合乗率の設計思想と実質的影響、さらに行政の問題意識の方向性を整理してきた。しかし、自社で自己都合乗率の見直しが必要かどうかの判断は容易ではない。その理由の一つは、自己都合乗率に関する課題が表面化しにくい点にある。

自己都合乗率の設定は、自己都合退職者に対してのみ影響が顕在化する。在籍従業員の潜在的な要望としては、自己都合乗率の引き上げや退職事由別の乗率廃止も想定されるが、その要望は中途退職者に対する処遇改善であるため、論点化しにくい。そのため、企業側が主体的に点検しない限り、顕在化しにくい。

一方で、従業員が転職を検討する段階では、退職給付の減少が心理的制約として作用し、意思決定の選択肢から転職が静かに排除されている可能性がある。自己都合乗率は「静かに効く要素」であり、影響や効果が見えにくいいため、点検も先送りにされやすい。そのため、仮に退職給付制度が現在の人材戦略とずれていても問題として認識されにくい。すなわち、「問題が顕在化していない」、「昔から自己都合乗率が設定されている」という理由だけで踏襲し続けることは、人材戦略上のリスクになりうる。

なお、自己都合乗率が設定されていても、従業員がその事実を認識していない、あるいは影響額が小さい場合は、従業員の行動への影響は限定的となる。自己都合乗率の是非を検討する際は、規程上の設計だけでなく、周知の状況と金額インパクトの大きさも確認したい。

6. 自己都合乗率の見直しが必要となる背景

ここでは、企業が見直しを行う際に特に重要となる背景を整理する。

■ 人的資本・人材戦略との関係（多様な採用の進展）

人的資本経営の観点から、退職給付制度は従業員エンゲージメントやキャリア形成に影響を与える重要な金銭報酬である。自己都合乗率は長期勤続を評価するメッセージを持つ一方で、人材の再配置や新陳代謝を阻害する可能性もある。

また、キャリア採用や専門人材の採用が拡大している昨今においては新卒採用以外への配慮も不可欠である。キャリア採用者等にとって、自己都合乗率の設定は「貢献の評価」というよりも、「転職へのペナルティ」として受け止められるリスクがある。多様な人材を活用する戦略を掲げる企業にとっては、自己都合乗率を設定している制度によるメッセージが人材戦略と整合しているかを慎重に検証する必要がある。特に、自己都合退職した従業員を再雇用する制度（アルムナイ採用）を実施している企業にとっては、「転

職へのペナルティ」と受け止められることが、将来的な再雇用の阻害要因となりかねないことには注意しておくことが望まれる。

■ 制度構成との関係

自己都合乗率は、DB や退職一時金制度の単独ではなく、退職給付制度全体あるいは金銭報酬全体で捉える必要がある。例えばDBの一部をDC移行した場合、DBの自己都合乗率が不変でも、退職給付制度全体から見るとDBとDCそれぞれによる給付額も変更されるため、自己都合退職時の給付額は変化することとなる。

7. 見直し時の留意点

自己都合乗率の見直しで最も重要なのは、その大・小だけではなく、「何を実現したいか」である。そのため、少なくとも人材戦略との整合や、退職給付制度をはじめとした報酬制度全体との整合の観点から整理する必要があり、これらの要素に変更や課題があった場合は自己都合乗率の見直しを検討する必要がある（図表6）。

（図表6）自己都合乗率を点検する際の観点

項目	確認点
人材戦略との整合	<ul style="list-style-type: none"> 長期雇用・育成重視か、一定の流動性を織り込むか どの層の行動をどのように変えたいか 人員構成に整合的か：年齢別、勤続年数別、職種別等 キャリア採用比率、専門人材戦略と整合的か 離職率に問題はないか：年齢別、勤続別、職種別等
報酬制度全体との整合	<ul style="list-style-type: none"> 退職給付制度（DB/退職一時金/DC）の構成変化にはないか 自己都合退職時の給付減少額は想定通りか 賃金・手当と整合的か 人件費等の会計・財務影響、中長期的負担に問題はないか

出所：筆者作成

なお、自己都合乗率の見直しが必要と判断された場合でも、自己都合乗率の廃止や引き上げは、従業員から「企業は中途退職を推奨している」と受け止められる可能性があるため注意が必要である。また、自己都合乗率の設定や引き下げは、不利益変更や給付減額に該当するため実施のハードルが高い。

したがって、自己都合乗率の見直しは、それ単体で行うのではなく、他の退職給付制度や人事制度の見直しと合わせて実施することが望ましい。制度変更をパッケージとして提示することで、従業員にとっては

「報酬制度全体の再設計」として理解されやすくなる。制度の目的を明確化し、従業員が理解、納得できるメッセージを発信することが重要である。

8. まとめ

自己都合乗率の設定は、日本の退職給付制度に深く根付いた仕組みである。しかし、問題が顕在化していないからと言って、制度が最適であるとは限らない。退職給付制度は、退職時の給付を約束するだけの制度ではなく、従業員の行動やキャリア選択に影響を与えるトータルリワードの一部として、どのようなメッセージを発するかが問われている。

自己都合乗率の影響や課題は表に出にくい。だからこそ、いまの人材戦略や報酬制度にあっているかを定期的に点検し、必要に応じて見直すことが、退職給付制度の運営者に求められる重要な役割である。

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

人事制度改革が先か、組織変革が先か

～時代の変遷と人事制度改革の潮流～

トータルリワード戦略コンサルティング部 プリンシパル 若山 秋雄

要旨

- 日本企業の人事制度には、1990 年代前半まで主流だった職能資格制度から、成果主義や職務等級制度の模索を経て、役割等級制度が徐々に増加してきた潮流があります
- 2010 年代は働き方改革やコーポレートガバナンス改革が進み、2020 年代に入ると人的資本経営への取り組みもあり、従業員向け株式報酬も広がりを見せています
- 一方、本来ジョブ型であるはずの役割等級制度を、年功的な人事秩序を維持しながらメンバーシップ型の制度として運用する企業が少なくありません
- ジョブ型を目指す場合には、「仕事基準のメンバーシップ型」にとどまることなく、戦略に基づく組織設計と個人のキャリア形成を結び付け、経営的視点でも個人の視点でも魅力的な社内労働市場を構築することが重要です

1. 日本企業の人事制度の潮流（1990 年代以降）

日本企業の人事制度には大きな潮流があります。

バブル崩壊前後から 1990 年代前半にかけては、職能資格制度全盛が続いていました。しかし、バブル崩壊によりその優位性が後退し、隠れていた課題が指摘されるようになりました。

その中で 1990 年代後半から 2000 年代にかけて成果主義を模索する動きがありましたが、その後揺り戻しが起きて成果主義を追求する勢いはいったん静まります。この間、当時グローバルスタンダードと捉え、職務等級制度の導入に取り組む企業が時折現れた時期でもありましたが、なかなか国内で職務等級制度を定着させ成功したというニュースに接することはありませんでした。2000 年頃、ある日本のグローバル企業がワールドワイドで職務等級制度を導入し、日本でも導入を試みたものの、結局日本だけは導入を見送ったという話を聞いたことがあります。成果主義と職務等級制度は、当時の人事制度改定の目指す方向としては、類似する点があったともいえるでしょう。しかし、いずれも 2000 年代までに日本企業に広く一般的な人事制度として定着したとまではいえませんでした。

そのような中で、職能資格制度と成果主義・職務等級制度との中庸とみなされることもある役割等級制度が徐々に広まってきました。この動きは今日も続いています。同時に、依然として職能資格制度もメジャーな制度の一つであり続けています（図表 1）。

(図表 1) 近年の日本企業の等級制度の種類

(%)

調査時期	2022年調査	2020年調査
調査 種類	労務行政研究所 (n=292)複数選択 ^{※1}	労働政策研究・研修機構 ^{※2}
職能資格制度	54.5	57.1
役割等級制度	42.5	29.5
職務等級制度	32.9	
その他の回答	-----	13.3

※1 「管理職」と「一般社員」で異なる場合等、同一企業の重複計上を含む

※2 回答数 3,183 を業種と規模の分布の偏りを母集団分布に基づき補正復元している

出所： 労務行政研究所「労政時報 4038号 特集 1:本誌特別調査 人事労務諸制度の実施状況」2022年7月8日発行
労働政策研究・研修機構「JILPT 調査シリーズ No.212 管理職の働き方に関する調査」2021年7月

2010年代は、2000年代末期のリーマンショックや東日本大震災の影響もあったのか、企業人事の潮流に特徴的な動きはあまりみられなかったように思います。一方で、2010年代は「働き方改革」が推し進められた時代でした。2007年のワークライフバランス憲章を嚆矢とし、2018年の働き方改革関連法の成立に象徴される、労働法制や行政からの働きかけの影響を特に強く受けた時期といえます。並行してコーポレートガバナンス改革が進みました。2014年の会社法改正に続き2015年にコーポレートガバナンス・コードの適用がスタート（2018年と2021年に改訂）しました。

これらの動きが2020年代の人的資本経営を模索する潮流につながります。

2. 人的資本経営の模索と職務等級制度の実践（2020年代）

2023年3月期の有価証券報告書から人的資本に関する情報開示が義務付けられ、3年が経過しようとしています。2020年代は、企業が人的資本経営を模索する時代といえます。

人的資本経営を模索する動きの一つに、従業員に対する株式報酬の導入があります。コーポレートガバナンス改革を後押しする会計や税の制度整備も進み、上場企業においては役員だけでなく従業員に対する株式報酬も普及しつつあります。2024年3月末時点で上場企業1,138社が何らかの「株式インセンティブ制度」を導入しているとの集計^{※3}もあります。

※3 出所：経済産業省 経済産業政策局 産業組織課「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 第2回事務局説明資料」2024年10月17日

従業員への株式報酬設定を通じ、価値創造への意欲を引き出すことが、これらの企業の目的だといってよいでしょう。ただし株式報酬を設定し従業員個々がその気になっても、企業の価値創造に直結するわけではありません。よい戦略を効果的な組織によって実践し、技術課題を克服したり販売競争に打ち勝ったりし

なければなりません。これら組織の一員として活動する意欲を喚起し、将来に向けて持続させることが株式報酬の機能といえます。いわば人的資本経営における支援機能です。

人的資本経営の本質は、「よりよい経営戦略を最善の組織能力の発揮により実現し続けるための仕組みと運営の意思決定だ」といってもよいでしょう。経営戦略の前提となる各企業のパーパスや内外環境が異なるため、その解は単純ではありませんが、敢えて人事制度の潮流として捉えるなら、それはどんな意思決定によるのでしょうか。ここにきて、職務等級制度を日本国内を含めて全面的に導入する企業が現れるようになりました。大手電機や製薬、IT 関連企業等です。これは従来みられなかった動きです。かつて「職務等級制度は日本企業にはなじまない」等の意見が珍しくなかったことを思うと明らかな変化です。2000年代の職務等級制度導入の試みは、ともすると「成果主義や職務給を旗印とした年功賃金のリストラクチャリング」という側面をのぞかせましたが、2020年代の全社的な職務等級制度導入はそれとは異なり、人的資本に関する情報開示の中で経営戦略との連動というポジティブなストーリーとして語られています。

他方「職務等級制度を全社的に導入する動きが広がっているか」というと、そこまでではありません。先にみた2020年代の2つの調査結果でも、人事制度の骨格である等級制度のうち最も実施割合が高いのは職能資格制度です。仕事基準という意味で職務等級制度と共通する役割等級制度は、職能資格制度と職務等級制度の中間的な位置づけにあります。しかし一口に役割等級制度といっても、その実態は非常に多様で幅広いのが実情です。例えば役割等級制度ではあるけれども、運用は職能資格制度に近い実態となっている事例を少なからず見聞きます。

2020年代の人事制度改革のテーマのひとつに、このような「職能資格制度寄りの役割等級制度が内包する課題の解決」があると考えます。

人的資本経営充実への道筋は、「国内を含めてグローバルに職務等級制度を導入する企業」から、「上記のような役割等級制度をアップデートする企業」までグラデーションをなして進んでいこうとしているように見受けられます。

(図表2) 人事制度の骨格をなす等級制度の類型

職能資格制度(能力基準)	「適所適材」の組織編制・人材登用に向く人事制度	
	役割等級制度(職責基準)	職務等級制度(職位基準)
1. 能力の発展段階による等級区分 組織・職位と等級は別物となる 2. 「能力」は目に見えないため、把握することが難しく、能力の伸長を「習熟(≒経験年数)」に代表させる等の運用により、年功が入り込みやすい 3. 市場・事業が拡大成長期にある企業で、長期安定的な雇用を求める人材が労働市場に相応にいる場合には、戦略適格的といえる 4. 戦略上必要な組織・職位に比して、人件費は多めに膨らみやすい(人員構成が成熟するほど膨らむ)	1. 会社が各職位に期待する職責の大きさによる段階区分 組織と職位の編制がポイント(※) 2. 「役割」は会社が期待する「職責」の大きさとして定義・設定する(役割の定義・設定の仕方により、職能資格制度に近くなったり、職務等級制度に近くなったりする) 3. 相応の競争市場や、先行きが見通しづらい変化の大きい経営環境で、戦略を修正しつつ経営・組織運営する場合に適する 4. 戦略の変化の範囲で人件費に余裕を持たせることとなるが、その範囲では人件費を統制できる	1. 個々の職位を詳細に定義・記述した上で客観的な職務の分析・評価を経た段階区分(最も多段階) 2. 「職務」を一人分の仕事として編成した「職位」を、恣意性を廃し客観的に段階区分する 職務の分析・評価のプロセスが煩雑でメンテナンスの手間大 3. オンリーワン、参入障壁が堅固等で、長期に安定した経営・組織運営が期待できる企業が、人件費を最小化する場合等に適する 4. 戦略上必要な組織・職位に比して、人件費は最小化しやすい
(人基準・実質人基準)	(仕事基準)⇒ジョブ型人事制度	

※役割等級制度は「組織と職位をどのように編成するか」により、職能資格制度に近いケースから職務等級制度に近いケースまで、制度の実態には幅がある

出所：筆者作成

3. 「職能資格制度寄りの役割等級制度」の課題

役割等級制度の中でも職能資格制度に近いものは、いわば「仕事基準の要素を取り入れたメンバーシップ型の人事制度」です。言い換えれば、「仕事基準の役割等級で給与決定に含まれる年功の要素を薄める狙いをもちつつ、人事管理上は年次を残して秩序を維持する態勢」といえます。

「仕事基準の役割等級」自体は年功を脱することを目的としますが、「秩序としての年次」が維持されるため暗黙のうちに年功が残ります。年次管理は、年功を部分的にですが強固に残します。この種の年次管理は必ずしも明示的に行われず、むしろ組織文化等に根差す無意識の部分が多いのではないのでしょうか。それゆえ強固なのだと考えます。こうした「年功的な人事秩序」を維持する組織文化の源泉は、そこかしこにあります。

例えば「新卒一括採用・役職定年」は、「入社同期の年次管理」や「役職定年年齢を起点とした順送りの人事管理」が行われる背景であり土台です。企業は「役割等級制度を導入済みだから年功脱却に向かって歩みを進めている」と認識しているため「年功的な人事秩序」を維持する組織文化が残っていることに焦点が当たりづらいといえます。

焦点が当たりづらいだけならば経営課題になりませんが、「年功的な人事秩序」が、組織の活力や人材のパフォーマンス、イノベーションへのチャレンジ等を抑制するのであれば、課題として認識しなければなりません。

4. ジョブ型の人事制度を効果的に機能させるには組織を変える必要あり

「職能資格制度寄りの役割等級制度」に残る「年功的な人事秩序」に課題認識を持つならば、「メンバーシップ型からジョブ型への転換」が選択肢にのぼってきます。

元々役割等級制度が「仕事基準」であるにも関わらず、ジョブ型に転換せずメンバーシップ型のままとするのは、従来からの人事秩序を維持したままだからです。例えば、組織の重要なポストもメンバーシップ型で順送りに人事登用し、また相応の役割を期待出来る人材が余剰となるならば、戦略実現に必要な組織ではないのに無理やりポストを作り相応の処遇をして、制度上は相応の役割を「期待していることにする」ことにより年功的な人事秩序を維持するようなことが行われます。無理やり作られたポストで処遇される社員は、処遇は受けるけれども、それに見合った役割を果たすための経営資源を持たないまま、役割だけ期待されていることとなります。役割等級にふさわしい貢献の仕方を組み立てることは本人に“丸投げ”です。結果として、役割等級にふさわしい成果を上げられる社員は稀、となりかねません。

普段意識していなくても「年功的な人事秩序」の脱却には心理的な抵抗があると思います。「仕事基準の役割等級制度へ」というアクセルを踏みながら、無意識にブレーキも踏んでいるようなものですから、経営上よい態勢とはいえないでしょう。このような状態から脱却するには、組織を再定義し変革する検討を、先に突き詰めるべきと考えます。能力や経験を持て余すベテラン社員を活用するスタンスに立つならば、従来とは異なる「新たな価値創造に取り組む組織やポスト」を立ちあげてベテラン社員を配置し、実際に価値創造の成果をあげることを目指す必要があります。この部分を本人に“丸投げ”してしまうのは無理があります。

5. 「適所適材」は企業の「本気」の現れ

「適材適所」をメンバーシップ型の人事登用とするならば、「適所適材」はジョブ型の人事登用です。戦略を立て、組織を編成し、人材を充てる。このプロセスが「適所適材」であり、ジョブ型の人材マネジメントです。

「職能資格制度に近い役割等級制度」は、仕事基準の人事制度をうたいながら「適材適所」でした。「社員がいるからできるだけマッチした仕事を何か用意しよう、日本は解雇規制も厳しいからそうするしか仕方がない」という理由づけもあったものと思います。そのような緩やかな改革で徐々に変わっていく、という戦略で勝っていくことが可能であれば、それでもよいでしょう。しかし、そのような幸運な職場は多くないと思います。

国内では人材獲得競争がますます厳しくなり、同時に社員の価値観、キャリア観は多様化しています。事業環境の変化スピードや不透明さも増していきます。組織やポストのあり方を決める困難度は上がるばかりです。組織を再定義しても、すぐ陳腐化します。「適所」を定めて「適材」を充てて取り組ませるうちに状況がかわっていきます。したがって、実はジョブ型といつつ伝統的なジョブディスクリプション（JD）を整備する多段階の職務等級制度は時代に合わなくなっている面があります。

このような人的資本経営の時代に勝ち残るには、「適所適材」の組織・人材マネジメントに次のように取り組む必要があると考えます。戦略を実践する組織のあり方をしっかり組み立てることとあわせて、一人ひとりの人材のキャリア形成の解像度を上げる取り組みを絡めて、組織と個人、ジョブとキャリアのマッチング技術を企

業として磨き続けるのです。日本企業が伝統的に得意であった、社内労働市場を活かすアプローチの2020年代版です。変化が速い時代はこれしかないのではないのでしょうか。

「適所適材」だからといって戦略、組織を優先しすぎてはすぐ持続困難になります。JDの作成にリソースを割き過ぎても結局無駄が生じることは避けられません。一方「キャリア自律」を促すばかりではパーパスやビジョンを実現する力が弱くなってしまいます。魅力的な2020年代版の社内労働市場をいかに構築するかが、今のあるべき人事制度改革の潮流だと考えます。ともすると人事制度をまず変えようとするのが多くなりがちですが、経営的視点でも個々の従業員から見ても魅力的な社内労働市場を構築するには、組織と人事制度はセットで変える必要があります。

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。

「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」の調査結果

～処遇・制度見直しの観点から見る最近の動向～

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 中原 由紀子

要旨

- 61 歳以上の定年延長・定年廃止を実施・予定している企業が 70%を超えていることから、今後は 60 歳定年の企業が減少し、61 歳以上を定年とする企業が増加していくことが見込まれます
- 金銭報酬では以下の通り上げが想定されます
 - ・退職給付水準：賃金・物価上昇、インフレ対応を背景に、3 分の 1 の企業が上げを検討
 - ・賃金・初任給：2025 年に約 9 割が上げを実施。2026 年も約 7 割が上げを予定
- 賃上げの背景には、物価高や政府要請などの外的要因が大きく影響していました

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、「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」を実施し、定年延長、退職給付制度の見直し、人的投資、賃上げなど、企業の人事施策の現状と今後の意向について調査しました。本稿では、その概要をご紹介します。

1. 調査の目的と概要

現在、企業の人材戦略は大きな転換期を迎えています。従業員を「管理すべき経営資源」と捉える従来の考え方から、従業員を「企業価値を高める無形資本」として投資対象と捉える考え方へと移行しつつあります。これに伴い、処遇改善を通じた人材確保がより重要性を増しています。

本調査では、人的資本経営の取組状況や開示方針など、図表 1 に示す 8 つのテーマについてアンケートを行いました。本稿では、このうち、（1）正社員の定年延長およびシニア活躍推進の実施状況、（2）今後の退職給付制度の見直しについて、（5）人事制度および人材マネジメント～人材確保、賃上げ～、についてご紹介します。

また、本調査にご回答いただいた企業 1,076 社の内訳は図表 2 の通りです。

(図表1) 「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」の実施概要と調査項目

調査概要	
■ 調査名	人事・退職給付一体サーベイ
■ 調査方法	リサーチ会社を利用したWEBアンケート
■ 調査期間	2025年8月18日(月)~9月19日(金)/9月13日(土)~10月19日(日)
■ 調査対象	三菱UFJ信託銀行の企業年金お取引先(調査項目1~4) リサーチ会社モニター(調査項目1~8)
■ 設問数	75問(回答社属性含む)

調査項目	
(1) 正社員の定年延長およびシニア活躍推進の実施状況	(5) 人事制度および人材マネジメント~人材確保、賃上げ~
(2) 今後の退職給付制度の見直しについて	(6) 人的資本経営と人的情報開示
(3) 女性活躍推進	(7) 株式報酬制度
(4) ウェルビーイング経営	(8) 福利厚生関連制度の動向

出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

(図表2) アンケート参加企業の概要

業種別	上場企業		非上場企業		合計	
	社数	割合	社数	割合	社数	割合
製造業	226社	42.8%	122社	22.3%	348社	32.3%
非製造業	302社	57.2%	426社	77.7%	728社	67.7%
合計	528社	49.1%	548社	50.9%	1076社	100.0%

規模別	上場企業		非上場企業		合計	
	社数	割合	社数	割合	社数	割合
1,000人以下	94社	17.8%	267社	48.7%	361社	33.6%
1,001~3,000人	109社	20.6%	149社	27.2%	258社	24.0%
3,001~10,000人	143社	27.1%	88社	16.1%	231社	21.5%
10,001人以上	182社	34.5%	44社	8.0%	226社	21.0%
合計	528社	49.1%	548社	50.9%	1076社	100.0%

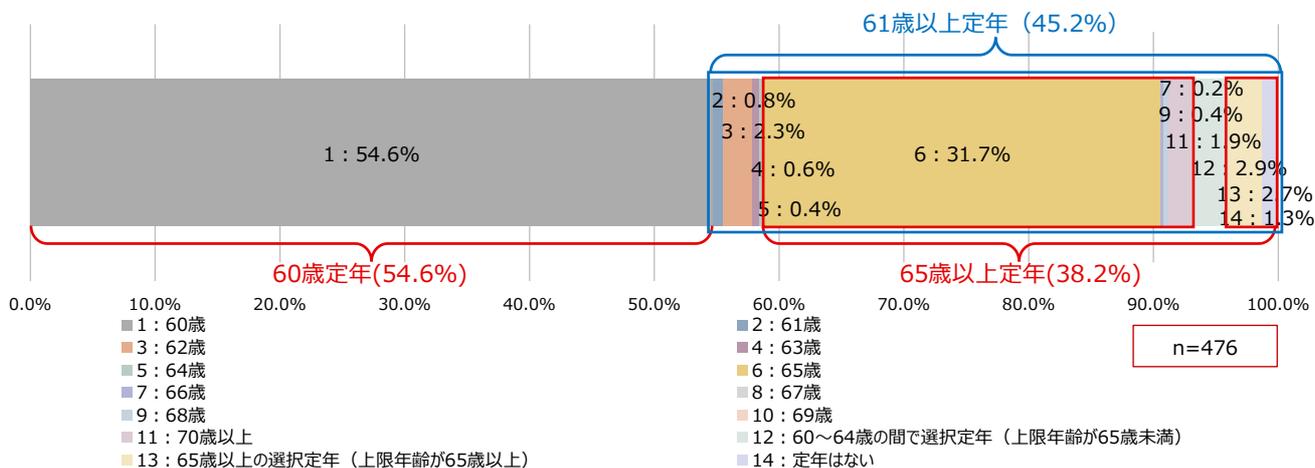
出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

2. 正社員の定年延長およびシニア活躍推進の実施状況

2025年4月1日に、65歳までの雇用延長に関する経過措置が終了しました。これに伴い、企業には①定年制の廃止、②定年年齢を65歳へ引き上げる措置、③希望者全員を65歳まで継続雇用する制度の導入、のいずれかを講じることが求められました。

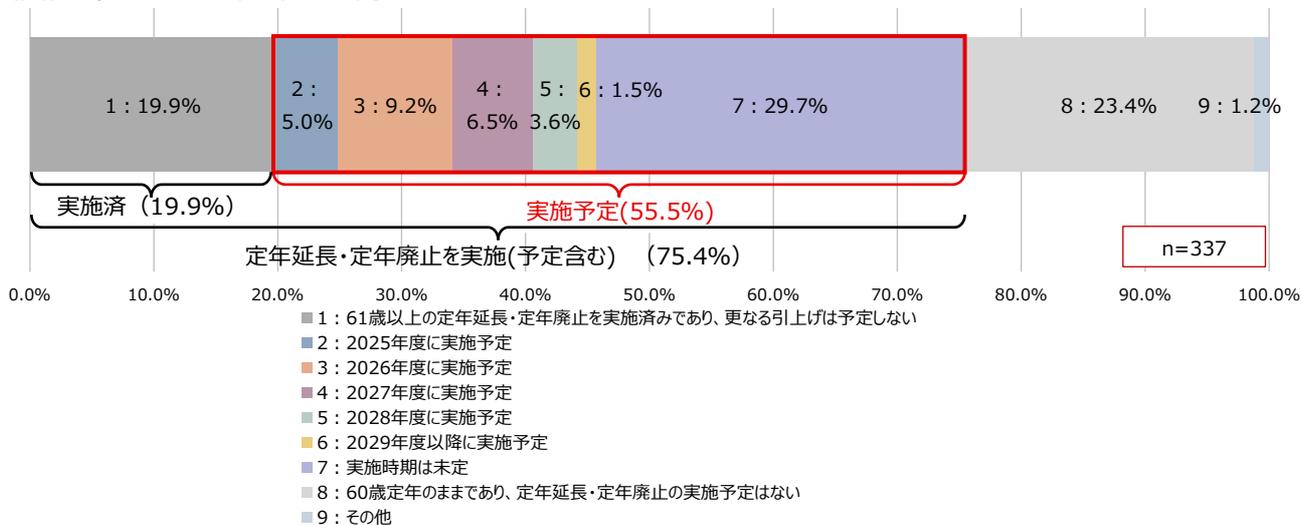
経過措置終了後初の本調査では、現状の定年年齢について「60歳」が54.6%、「65歳以上」が38.2%を占めました（図表3）。今後の定年延長の動向では、「実施済・実施予定」が75.4%に上り、現在61歳以上定年年齢の割合（45.2%）を大きく上回りました。今後も定年延長・廃止を進める企業が増加する見込みです（図表4）。

（図表3）現在の定年年齢



出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

（図表4）今後の定年延長の動向



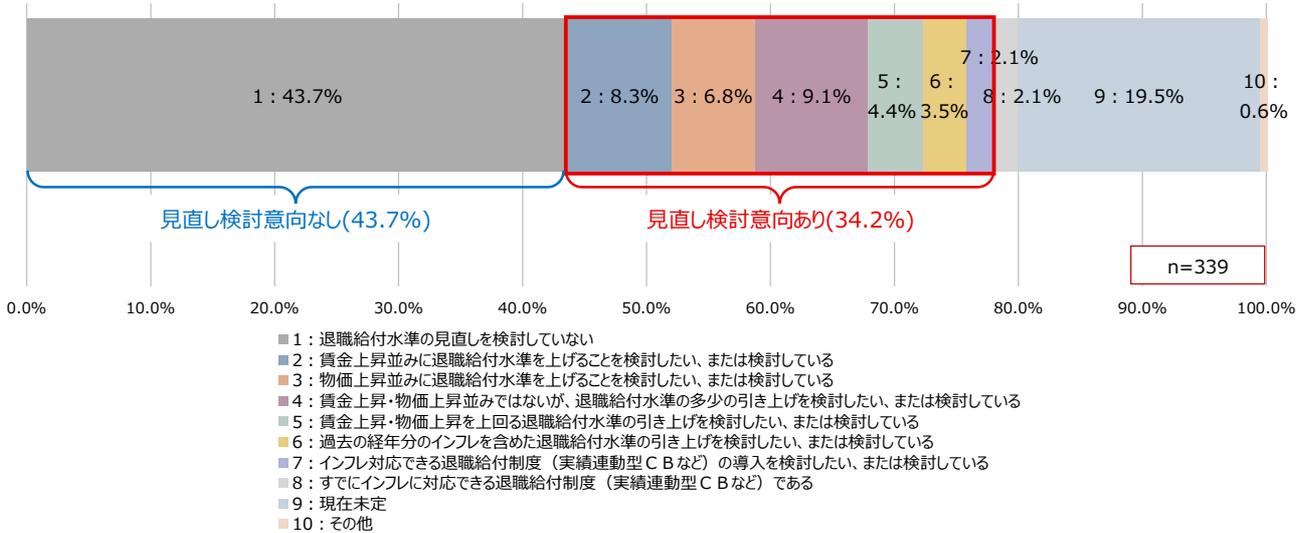
注：実施予定（55.5%）には、現在の定年年齢が61歳以上の企業を含む

出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

3. 今後の退職給付制度の見直しについて

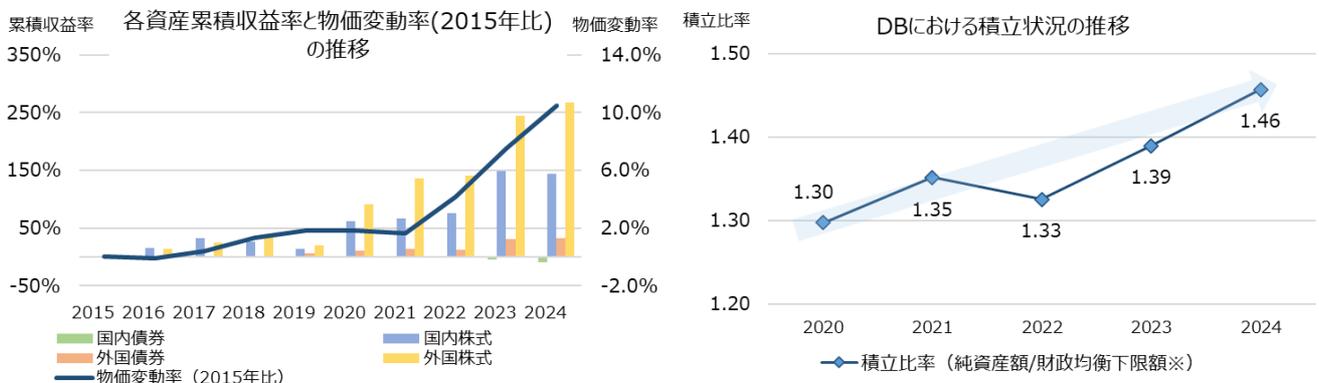
インフレの進行により、退職給付の実質価値が低下しており、今後は給付水準の引上げを求められる可能性が高まっています。本調査では、退職給付水準の見直しを「検討していない」と回答した企業が43.7%であった一方、賃金・物価の上昇やインフレへの対応として「見直しを検討している」、「検討したい」と回答した企業は34.2%と、約3分の1を占めました（図表5）。

（図表5）退職給付水準の見直しの検討状況



また、インフレ加速とともに株式市場は堅調に推移しており、確定給付企業年金（以下、DB）の積立状況も良好で、企業のリスク許容度は高まっています（図表6）。

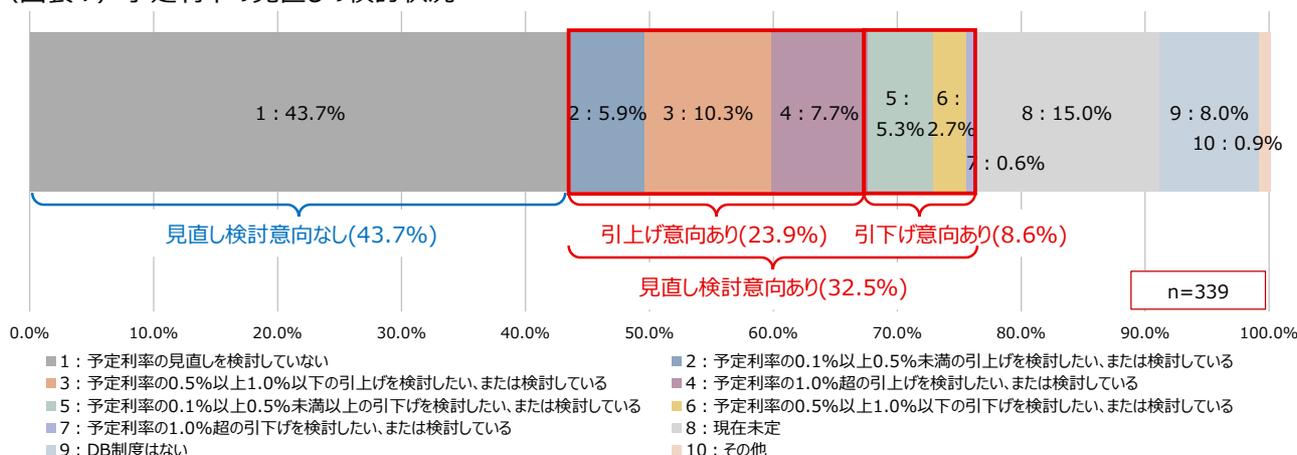
（図表6）退職給付制度変更の背景



出所：（左）累積収益率は2015年を基準として算出、国内債券：NOMURA-BPI 総合、国内株式：TOPIX 配当込、外国債券：FTSE 世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし、円ベース）、外国株式：MSCI-KOKUSAI（円ベース）、物価変動率は総務省統計局の2020年基準消費者物価指数で算出、（右）積立比率は弊社総幹事先の平均値で算出（積立比率が20倍を超える3件は除外）

この状況を踏まえると、運用目標の引上げと合わせることで、企業負担の増加を抑えた給付水準の引上げも選択肢の 1 つであると考えられます。本サーベイでは予定利率について、「見直しを検討していない」と回答した企業は 43.7%であった一方、「引上げを検討している」、「検討したい」が 23.9%、「引下げを検討している」「検討したい」が 8.6%と、予定利率の変更を検討する企業は全体の約 3 分の 1 となりました（図表 7）。

（図表 7） 予定利率の見直しの検討状況



出所：弊社と MURC「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」

4. 人事制度および人材マネジメント～人材確保、賃上げ～

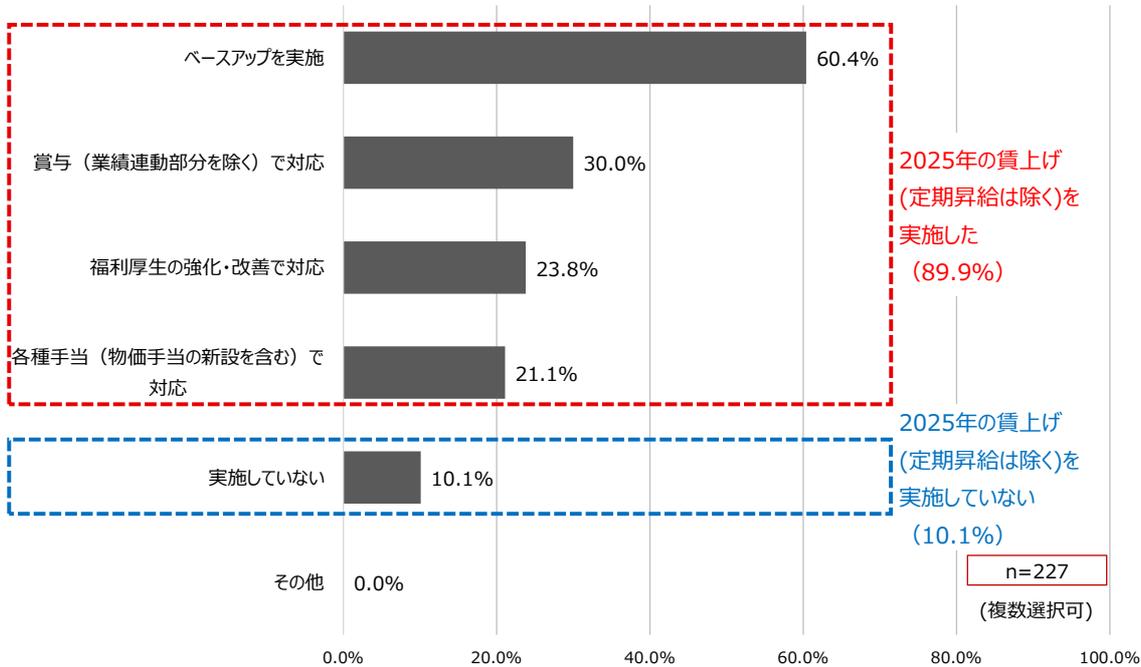
以下の結果から、賃金も初任給も引き続き上昇傾向が続くと思われます。

■賃上げ

2023 年から上向き始めた賃上げの動きは継続しています。本調査において、2025 年は約 9 割の企業がベースアップ、賞与、福利厚生などを通じて賃上げを実施しました（図表 8）。賃上げ額は、「7,500 円以上 10,000 円未満」が 20.5%で最も多く、7,500 円以上の賃上げを実施した企業は約 6 割を占めました（図表 9）。背景としては、物価高や政府要請など外的要因が上位という結果でした（図表 10）。

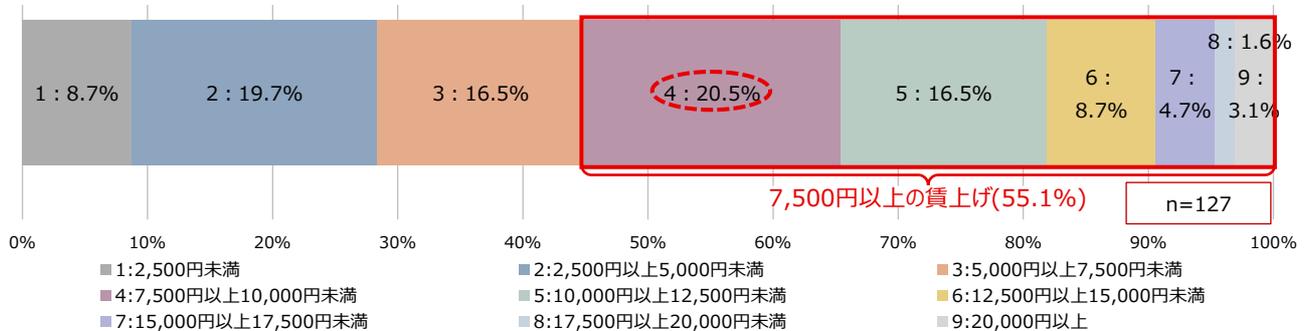
また、2026 年の賃上げ意向は、「2025 年並みの水準」が 35.8%で最も多く、次いで「2025 年を上回る水準」が 31.3%で続き、さらに、「2025 年を下回る水準」を含めると、2026 年も 7 割以上の企業が賃上げを予定しています（図表 11）。

(図表 8) 2025年の賃上げ(定期昇給は除く)の実施状況



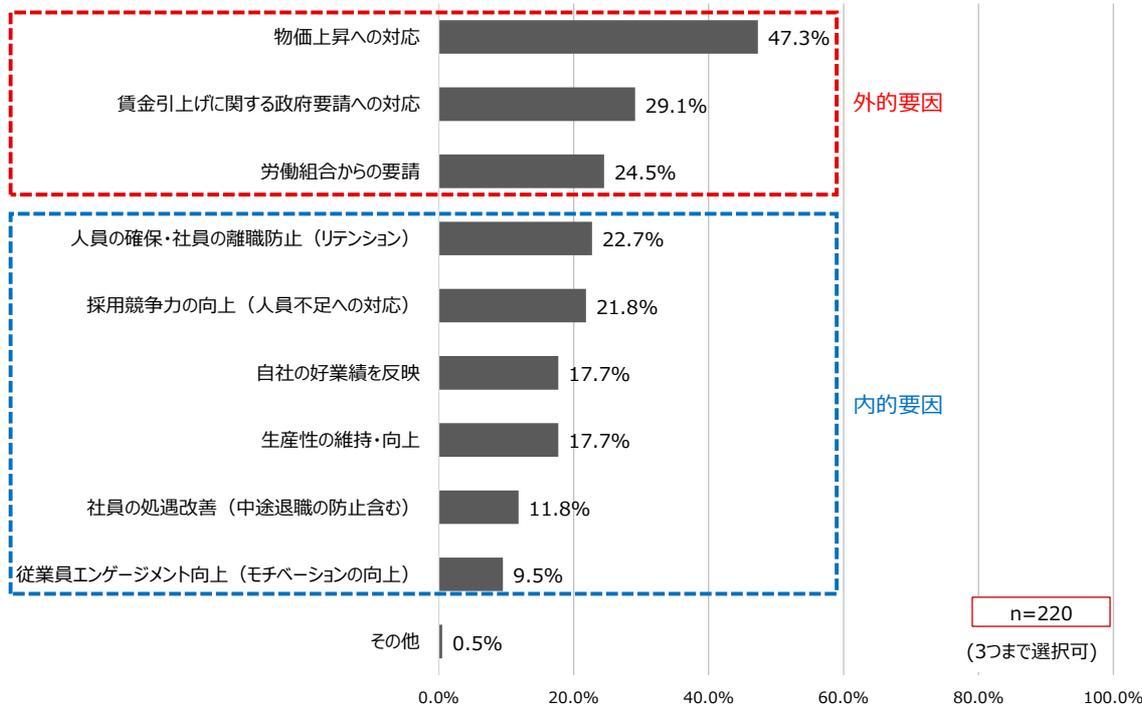
出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

(図表 9) 2025年度の賃上げ額(定期昇給は除く)



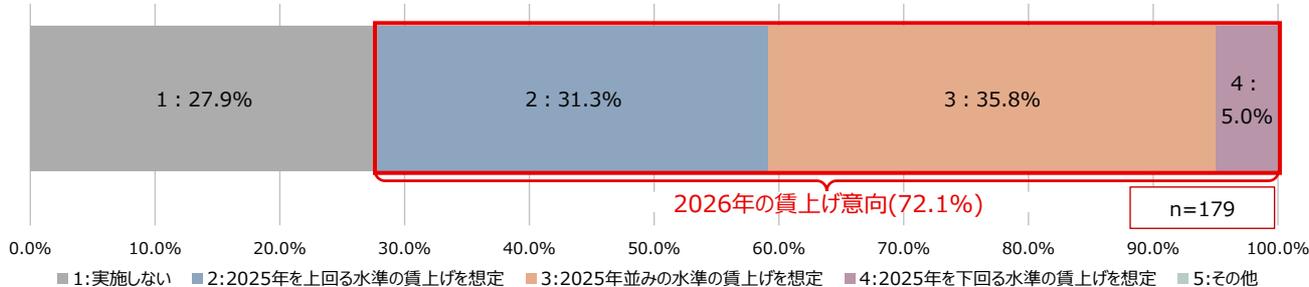
出所：弊社とMURC「2025年度人事・退職給付一体サーベイ」

(図表 10) 2025 年の賃上げ(定期昇給は除く)を実施した(予定も含む)目的・理由



出所：弊社と MURC「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」

(図表 11) 2026 年の賃上げ(定期昇給は除く)意向

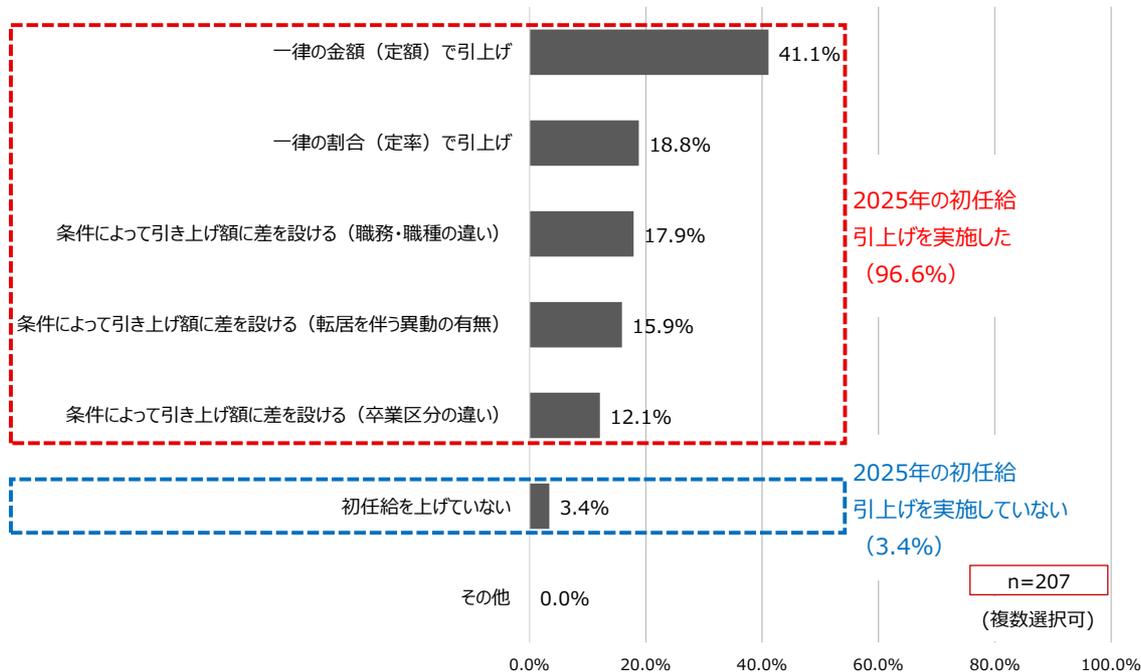


出所：弊社と MURC「2025 年度人事・退職給付一体サーベイ」

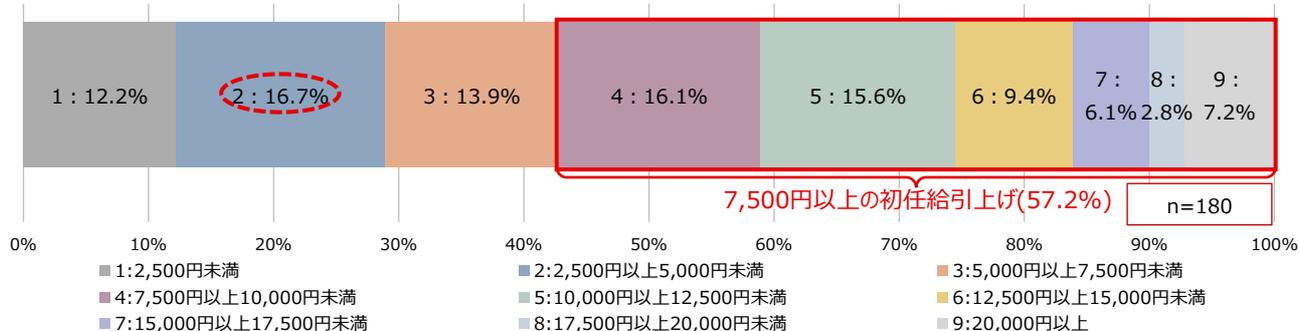
■ 初任給引上げ

初任給も同様に、2025 年は約 9 割の企業が初任給の引上げを実施しました（図表 12）。大卒（四大卒）の初任給の引上げ額は、「2,500 円以上 5,000 円未満」が 16.7%で最も多く、7,500 円以上の引上げを実施した企業は約 6 割を占めました（図表 13）。2026 年の初任給の引上げ意向は、「2025 年並みの水準」が 36.2%で最も多く、次いで「2025 年を上回る水準」が 28.2%で続き、さらに、「2025 年を下回る水準」を含めると、2026 年も 7 割以上の企業が初任給引上げを予定しており、賃金全体の上昇傾向が続く見込みです（図表 14）。

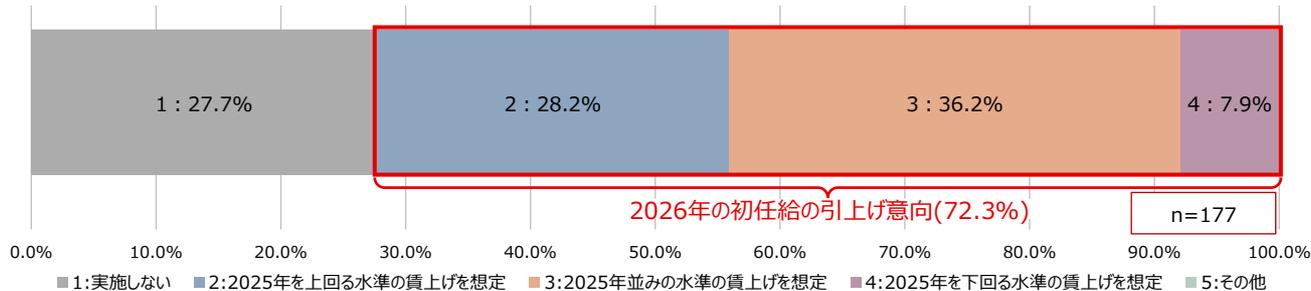
(図表 12) 2025 年の初任給の引上げの実施状況



(図表 13) 2025 年度の大卒 (四大卒) の初任給の引上げ額



(図表 14) 2026 年の初任給の引上げ意向



5. まとめ

従業員への金銭報酬である賃金・退職給付は、物価上昇や政府要請など外的要因によって押し上げられる一方、企業の経営戦略や人事戦略との結びつきが弱い可能性もあります。

賃金や初任給、退職給付水準をなぜ引き上げるのか、自社としての目的や意義を明確にし、外的要因に左右されない一貫した処遇方針を策定することが持続的な人材確保につながるといえます。

また、当レポートに掲載した以外の調査結果についても以下リンク先でご案内しておりますので、ご参照いただけますと幸いです。

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nnews/pdf/nnews_2025_130.pdf

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

サステナブル投資の20年（前編）

～投資実務の発展～

サステナブルインベストメント部 岡本 卓万

要旨

- 2006年4月の責任投資原則の公表から、まもなく20年、この間のサステナブル投資の発展を総括します。（前編）では、投資実務の発展をもたらした3つの要因に焦点を当てます
- 一つ目のPRI（責任投資原則）の制定は、「投資リターンの向上のためにこそサステナビリティの考慮が重要である」という認識を広め、サステナブル投資へのアセットオーナーの参入を促しました
- 二つ目のスチュワードシップコードは、投資家と企業の間を「協創」の関係へと転換し、投資リターンや企業価値の持続的成長と、経済・環境・社会全体のサステナビリティ向上を促進しました
- 三つ目のサステナビリティ開示の充実は、投資分析の精度を高め、投資家と企業の対話の質を向上させる効果をもたらしました

2006年4月、ニューヨークの国連本部においてPRI（責任投資原則）が公表されて、間もなく20年を迎えます。本稿では、PRIの発足からこれまでのサステナブル投資実務の発展や、足元の反ESGの動きとその影響および今後の展望について解説します。（前編）はサステナブル投資実務の発展に焦点を当てます。

（図表1）サステナブル投資の20年 主な出来事

西暦	できごと
2006年	・PRI(責任投資原則)制定
2014年	・(日本)スチュワードシップコード策定
2015年	・(日本)コーポレートガバナンスコード施行(6月) ・SDGs(持続可能な開発目標)が国連サミットで採択(9月) ・GPIF、責任投資原則に署名(9月) ・(COP21)パリ協定採択、「2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力を追求」(12月)
2017年	・TCFD 最終報告書(TCFD 提言)公表(6月)
2018年	・欧州サステナブルファイナンスアクションプラン公表
2021年	・GFANZ(グラスゴーネットゼロ金融同盟)設立、ファイナンスを脱炭素のドライバに(4月) ・(COP26)グラスゴー気候合意:「1.5℃目標への努力を追求」「今世紀半ばにネットゼロ」(11月)
2022年	・ロシアのウクライナ侵攻、安全保障面から見直し機運(エネルギー、防衛産業) ・米国司法省、GFANZの一部活動が反トラスト法に抵触すると警告
2023年	・ISSB、サステナビリティ開示基準(IFRS S1/S2)公表
2024年	・(欧州)ドラギレポート、脱炭素化のEU競争力のバランスを主張
2025年	・第2次トランプ政権発足、反ESGを鮮明化(1月) ・欧州オムニバス法案、企業のサステナビリティ開示負担軽減など提案(2月)

出所：筆者作成

1. 流れを変えた PRI（責任投資原則）

■マイナーな存在だった SRI

いわゆるサステナブル投資が登場する前から、財務リターンだけでなく環境や社会の要素を考慮する投資の考え方が存在していました。これは SRI（社会的責任投資）と呼ばれます。

SRI 投資はもともとキリスト教の一派が、保有する投資資金の運用において、酒、たばこ、ギャンブルといった宗教上の倫理に反する事業に携わる企業を投資対象から除外することから始まったと言われていいます。その後、1970 年ごろになると、社会運動と結びついた投資が現れます。米国の大学基金などが、アパルトヘイトに反対して南アフリカでビジネスを行う企業から投資を引き上げる、といった動きが見られたのです。1990 年代になると SRI が投資商品としての位置を占めるようになります。欧米で環境ファンドが多数設定され販売されるようになりました（日本でもいわゆる「エコファンド」が一定の成功を収めました）。

SRI は、一定の成功を収めたものの、それ以上に広がりを見せることはありませんでした。一つには、SRI という、先ほど述べた倫理的あるいは社会運動といった動機を持って行うもので、投資リターンを犠牲にするものであると受け止められ、受託者責任に抵触することが懸念されたからです。また、米国の投資家には Social（社会的）という言葉が、Socialism（社会主義）を連想させることから、言葉のイメージだけで敬遠されたという事情も指摘されています。

2006 年になって PRI が責任投資原則を公表したことで、サステナブル投資（当時は責任投資、ESG 投資と呼ばれることが多かった）という概念が広まったと言えます。では、SRI 投資とサステナブル投資にはどんな違いがあったのでしょうか。投資として広く認識されるに至ったブレークスルーは何だったのでしょうか。それを知るために、PRI が策定・公表されるまでの経緯を見てみたいと思います。

■周到な準備（受託者責任の整理）

PRI（責任投資原則）が公表される 1 年前、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）の、資産運用会社ワーキンググループの委託を受けた英国の法律事務所が一つの報告書[※]を公表しました。法律事務所の名前をとって「フレッシュフィールドズレポート」と呼ばれたこの報告書では、投資プロセスにおける ESG 要素の考慮が各国の法制に照らして受託者責任上認められるかについて調査を行いました。そして、「ESG 要素を考慮することで投資パフォーマンス向上に効果があると考えられる場合には、投資において、その ESG 要素を考慮すべきである」と結論付けたのです。

パフォーマンス向上に資する（と考えられる）ESG 要素を考慮するという、今となっては当たり前のような結論なのですが、当時、アセットオーナーがサステナブル投資に踏み出すには、そのぐらい基本的な（しかしながら重要な）議論が必要だったことが伺えます。言い換えると、そのぐらいサステナブル投資はアセットオーナーにとって異質なものであったと言えます。

[※]Freshfields Bruckhaus Deringer(2005), "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment"

■ 有力なアセットオーナーの巻き込み

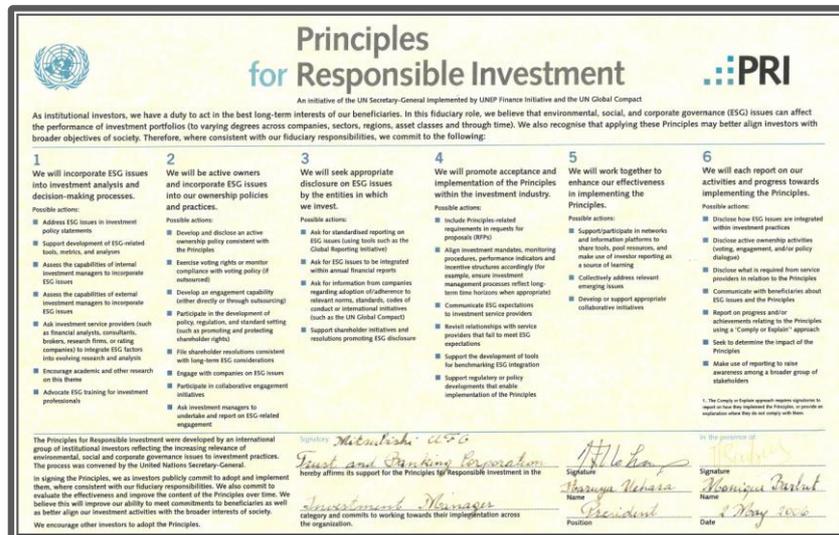
受託者責任についての整理を行ったうえで、国連は責任投資原則の策定に向けて動き出します。当時の国連事務総長コフィー・アナン氏が世界の有力な機関投資家、中でもアセットオーナーに呼びかけ、検討のための投資家グループを組成しました。そのグループが中心となって策定したものが、現在ある PRI（責任投資原則）なのです。

草案作りの段階から有力なアセットオーナー、アセットマネジャー、専門家を巻き込んだことで、実効性のある原則を策定することができたこと。このことが、PRI（責任投資原則）のその後の成功の基盤になったと考えられます。

2006年4月、ニューヨーク国連本部で PRI（責任投資原則）の発足セレモニーが行われました。発足時の署名機関はアセットオーナー、アセットマネジャーなど 70 機関程度でした。今では 5,000 を超える、世界最大級のサステナブル投資イニシアチブですが、発足当時はまだ小さなものでした。

弊社（三菱 UFJ 信託銀行）は、発足時の署名機関の一つです。当時、弊社ではサステナブル投資の考え方を普及させるために、お客様を招きセミナーを開催しましたが、お客様の反応は、必ずしも芳しくなかったと記憶しています。

（図表 2）責任投資原則発足時署名機関である弊社の署名文書



出所：三菱 UFJ 信託銀行

■ PRI（責任投資原則）の意義

よく知られているように、責任投資原則自体は 6 つのシンプルな原則からなるものです（図表 3）。中でもコアとなるのは、原則 1「投資意思決定プロセスへの ESG 課題の組み入れ」、原則 2「所有方針と所有習慣（スチュワードシップ発揮）への ESG 課題の組み入れ」、原則 3、「投資先企業への開示の求め」の 3 点です。ポイントは個々の投資家の投資目的や受託者責任の範囲内で、ESG 課題につい

て考慮することを求める原則であり、特定の投資行動（例えば化石燃料企業には投資してはいけないなど）が要求されるものではないということです。年金基金のような受託者責任を負うアセットオーナーから、財団のようにリターン追求以外の目的を持つ投資家、個人投資家まで広く適用可能なものと言えます。

(図表 3) 責任投資原則

原則1	私たちは、 <u>投資分析と意思決定のプロセスに、ESG課題を組み入れます</u>
原則2	私たちは、 <u>活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG課題を組み入れます</u>
原則3	私たちは、 <u>投資対象の企業に対し、ESG課題についての適切な開示を求めます</u>
原則4	私たちは、資産運用業界において、本原則が受け入れられ実行に移されるよう働きかけを行います
原則5	私たちは、本原則を実施する際の効果を高めるために協同します
原則6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

出所：PRIより筆者作成

原則の公表後、当時からサステナビリティを重要視していた先進的な欧米のアセットオーナー、アセットマネジャーの間では、比較的早くから PRI（責任投資原則）の署名が進んだようです。しかしながら、日本のアセットオーナーにおいては、署名はほとんど進みませんでした。ESG の考慮は受託者責任に抵触するのではないかという考え方の転換に時間がかかったこと、ESG 関連データの整備が不十分だったこと、投資家と投資先企業が対話する場が整備されていなかったこと（対話ではなく対立の構図が強調されていた）など様々な要因が考えられますが、日本においてサステナブル投資が広く認知されるには GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の PRI 署名まで待たなくてはなりません。

■ 投資実務への影響

受託者責任に抵触することなく、投資におけるサステナビリティの考慮が可能であること、むしろ中長期的な投資パフォーマンス改善のためにはサステナビリティの考慮を積極的に行うべきである、という考え方を定着させたことが、PRI の功績と言えます。

現在では、アクティブ投資ファンドにおけるサステナビリティの考慮は広く一般的なこととして捉えられています。とりたててサステナブル投資を謳わない場合でも、投資分析において他の財務・非財務要素と共にサステナビリティの要素が統合的に考慮されています。とはいえ、多くのファンドではサステナビリティ要素を投資対象選定の主要な要素とまでは位置付けておらず、企業価値評価の要素の一つとして捉えているに過ぎないのが実情ではあります。サステナビリティを投資対象選定の主要な要素とする、いわゆるサステナブル投資ファンドは、多くはありません。

2. スチュワードシップコードの制定

2014年に制定されたスチュワードシップコードの制定は、翌2015年に施行されたコーポレートガバナンスコードと相まって、日本のサステナブル投資の発展に大きく貢献しました。投資家と投資先企業との関係を、持続的な成長を目指す協創の関係に置くとともに、インベストメントチェーン[※]を効率的に機能させることによって、企業の持続的な価値創造と投資家の長期的なリターン拡大を通じて日本経済を成長軌道に乗せるものとして位置付けられました。

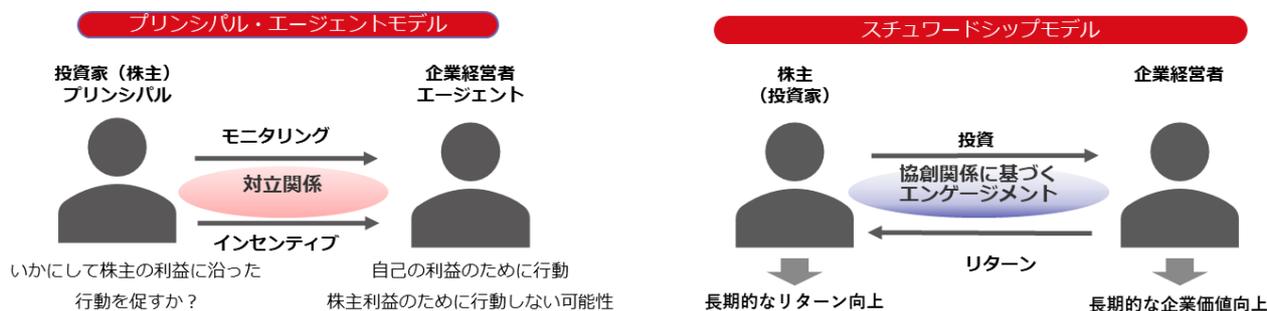
※インベストメントチェーン：投資家から企業への資金の流れが、持続的な企業価値拡大をもたらし、さらにその利益が最終的に家計まで還元されるという一連の価値創造の連鎖のこと

■投資家と企業の協創モデル

スチュワードシップコード制定以前は、投資家（株主）と企業経営者の関係は主にプリンシパル・エージェントモデルの枠組みで捉えられていました。この枠組みでは、自己の利益になるよう行動しがちな経営者をいかにして株主利益に沿った行動をとらせるかという観点からの、インセンティブの与え方やモニタリングの方法の議論が中心になりました。こうした議論の枠組みでは、どうしても性悪説になり、対立の構図が強調されてしまいます。

一方、スチュワードシップモデルでは、投資家と企業経営者は、長期的な付加価値創造という共通の目標を目指す協創の関係として位置付けられます。その上で投資家と企業経営者が長期的な付加価値創造という目的をもって対話を行う、これがスチュワードシップモデルにおける投資家と企業経営者の間のエンゲージメントの目的となります（図表4）。

（図表4）プリンシパル・エージェントモデルからスチュワードシップモデルへ



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

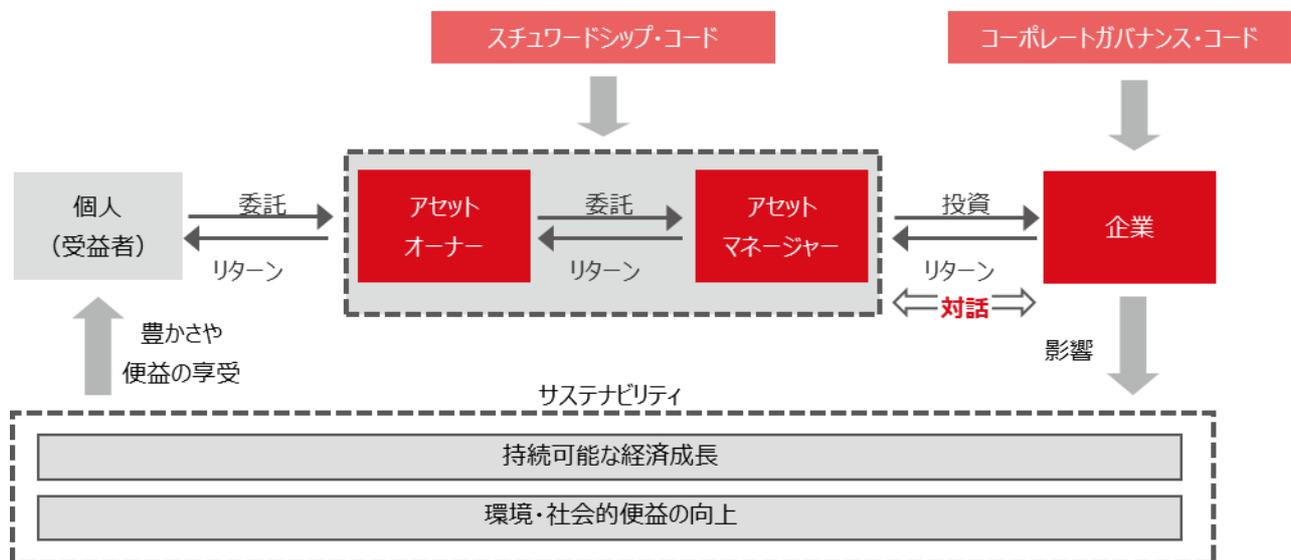
■インベストメントチェーンを通じたサステナビリティ向上

スチュワードシップコード制定の目的には、投資家と企業との目的を持った対話を通じて、インベストメントチェーンを効率的に機能させることがありました。インベストメントチェーンとは、最終受益者である個人の資金がアセットオーナーやアセットマネジャーを通じて企業に投資され、そのリターンが個人（家計）まで

還元される流れを示すものです。持続可能な投資リターンを実現することで、家計は長期的なリターンを享受することができます。

こうした投資リターンの流れの他に、世の中全体のサステナビリティ（経済、環境、社会の3つの側面での持続可能な発展）に影響する流れも考えられます。すなわち企業活動がその外部である経済・環境・社会に影響し、その影響が個人の生活の豊かさ（例えば賃金や労働条件の改善）や便益の享受（よりよい環境、食の安全、健康など）に影響する流れです。こうしたサステナビリティの向上は、最終的には社会や国家全体の持続可能な成長につながるものと言えます。

（図表5）サステナビリティに拡張した（広義の）インベストメントチェーン



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

図表5は、インベストメントチェーンにおける投資リターンの流れとサステナビリティに影響する流れを図示したものです。コーポレートガバナンスコードは企業のガバナンスに関する行動規範として、スチュワードシップコードは投資家（アセットオーナー、アセットマネージャー）による投資先企業とのエンゲージメントの行動規範として、それぞれ位置付けられます。

ここで、投資家と企業の関係性が、対立ではなく協創であることは、インベストメントチェーンにおけるサステナビリティ向上にとって有益だと言えます。持続可能な成長という共通利益を目的とするエンゲージメント（目的を持った対話）の中では、幅広くステークホルダーの利害を捉えた上での全体最適化の視点での議論を行うことが重要だからです。投資家と企業が対立関係にあれば、お互いに情報を隠してしまい、インベストメントチェーン全体を俯瞰した議論は期待できません。スチュワードシップモデルに基づく協創の関係は、インベストメントチェーン全体を効率的に機能させ、中長期的な投資リターンの向上と共に、サステナビリティ（経済・環境・社会の持続可能性）を向上させるカギとなっているのです。

スチュワードシップコードは 2020 年、コーポレートガバナンスコードは 2021 年の改訂で、サステナビリティに関する取組みの記載が追加されました。両コードによって、インベストメントチェーンの効率性と、持続可能な成長とサステナビリティ向上を促進する仕掛けが強化されました。

■ 投資実務への影響

スチュワードシップコードの制定は、投資家と企業との関係に対立の関係から持続可能な成長という共通目標を目指す協創の関係に変える効果を持つものでした。投資家と企業との間の対話であるエンゲージメントは件数が大幅に増加し、また、その質も着実に向上しています[※]。またエンゲージメントにおける環境や社会に関するテーマが議題となるケースも着実に増加しています。

※[GPIF\(年金積立金管理運用独立行政法人\) \(2024\)](#)、「[エンゲージメントの効果検証プロジェクト 報告書](#)」によりますと、2017 年から 2022 年にかけて、資産運用会社によるエンゲージメントの件数が着実に増加しています。対話において、企業側の経営者クラスが参加する割合も増加傾向になっており、対話の質の向上が伺えます。また、対話のテーマとして、気候変動や環境市場機会、人権や社会市場機会といった環境・社会テーマの割合が増加基調にあります。

3. サステナビリティ開示の進展

この 20 年間で目覚ましく進展したもう一つの分野が、サステナビリティを中心とした非財務情報の開示です。ここでは、サステナビリティ開示の発展を振り返ることにします。

■ サステナビリティ開示の標準形となった TCFD

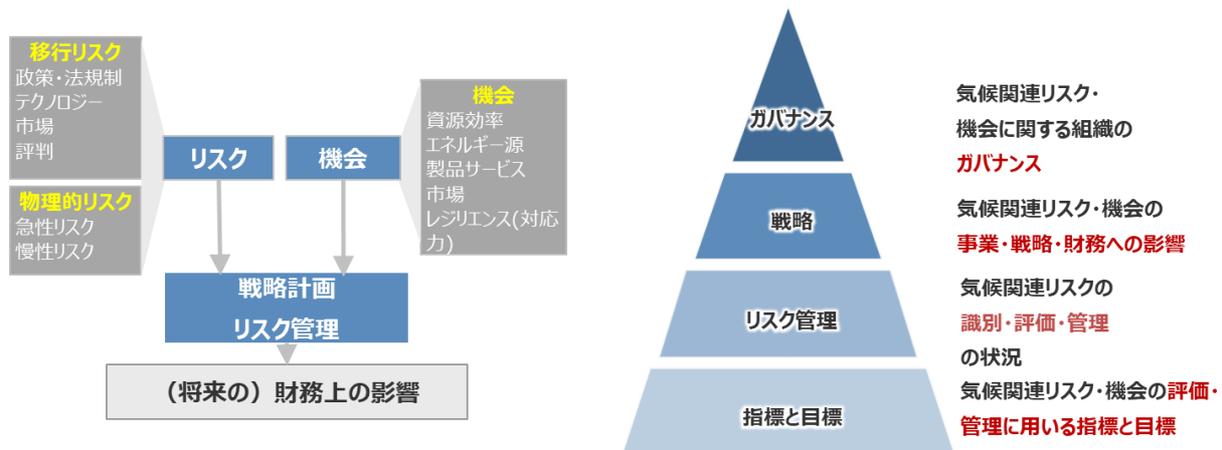
まず、サステナビリティ開示の標準的な枠組みを確立した TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）について触れておきます。TCFD は G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の要請を受けた金融安定理事会（FSB）が設立したタスクフォースで、2017 年に気候関連財務情報開示の枠組みを提言しました（当時、FSB の議長として TCFD の設立に中心的な役割を果たしたのが、現在カナダの首相となっているマーク・カーニーです）。

TCFD 開示の主な特徴は二つあります。一つは想定するリスクモデルで、気候変動が将来の B/S、P/L といった財務に影響を与える要因には、リスクと機会の両方があるというモデルです（図表 6 左側）。リスクについてはさらに移行リスク（脱炭素経済への移行に伴う法規制・技術の変化、市場の変化などによるもの）と物理的リスク（天候災害の激甚化や干ばつ等によるもの）に分類されます。また機会とは、再生可能エネルギーなどの気候変動によって生ずる新たなビジネス機会などを指します。

もう一つの特徴は開示の内容として 4 つの項目を掲げたことです（図表 6 右側）。すなわち、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の 4 つの分野です。

TCFD が策定した開示の枠組みは、その後 ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）の開示基準にほぼそのまま取り込まれることとなったほか、TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）も TCFD とよく似た開示の枠組みを策定するなど、サステナビリティ開示の標準形となっています。

(図表 6) TCFD の特徴 (リスクと機会による財務影響モデルと 4 項目の開示項目)



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

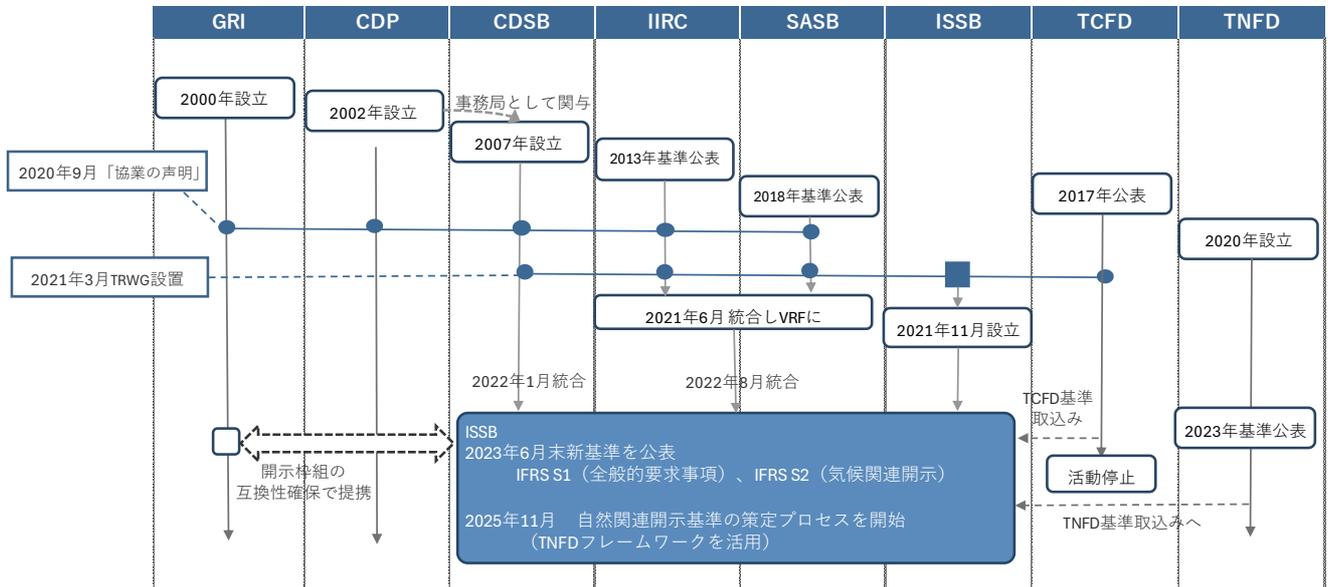
■ 開示ルール of 乱立と収れん

TCFD の登場以前から、企業のサステナビリティ開示の促進を目的とした団体が、独自のサステナビリティ開示基準を策定・公表していました。サステナビリティに関する国際基準策定をミッションとする GRI、温室効果ガス排出量の開示を主導する CDP、統合報告書フレームワークを策定した IIRC、業種ごとに異なるサステナビリティに関する重要指標を提示した SASB などです。

2017 年に登場した TCFD は、開示基準としては後発ということになりますが、G20 の要請で策定された基準ということもあり、多くの企業や金融機関が TCFD を受入れ、開示を行うようになりました。また、この頃になると、各イニシアチブによるサステナビリティ開示の基準が乱立する状況が「アルファベットスープ」などと揶揄されるようになりました。

ここで動き出したのが IASB（国際会計基準委員会）です。グローバルなサステナビリティ開示基準を開発することを目的として、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）を設立することにしたのです。乱立気味だったサステナビリティ開示基準は、ISSB を軸に統合が進むことになりました。SASB、IIRC などのイニシアチブは ISSB に統合、また ISSB が TCFD 基準を取り込んだ開示基準を策定することになり、TCFD は活動を停止しました。TNFD についても ISSB がこれを取り込んだ自然関連開示基準の策定プロセスを開始しています。（図表 7）

(図表 7) サステナビリティ開示基準の乱立と収れん



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

企業のサステナビリティ開示基準は、ISSB と GRI の二つの系統に収束したといえるでしょう。この二つは開示の目的が異なり、ISSB が原則としてサステナビリティの企業財務への影響を報告することが目的（シングルマテリアリティ）であるのに対し、GRI はこれに加えて企業活動が外部の環境や社会に与える影響を報告することを目的（ダブルマテリアリティ）としています。なお、日本においては SSBJ（サステナビリティ基準委員会）が、ISSB に準拠したサステナビリティ開示基準を策定しています。

■ 投資実務への影響

企業価値にとってマテリアルなサステナビリティ情報の開示進展は、投資の実務の様々な場面で好ましい影響を与えます。投資対象選定のためのスクリーニングでの利用、企業が抱えるサステナビリティリスク評価の精緻化やそれをもとにした想定資本コストへの反映、エンゲージメントにおける議論への活用など、投資プロセス全体において、意思決定の水準を引き上げることができます。サステナビリティ開示は今後ますます強化される方向にありますので、開示の充実によるサステナブル投資実務の改善はこれからも続くと言えるでしょう。

4. まとめ

今回は、サステナブル投資の 20 年（前編）と題して、この間のサステナブル投資実務の発展に貢献した 3 つの要因である PRI(責任投資原則)、スチュワードシップコード、サステナビリティ開示の充実について解説しました。

これら3つの要素により、サステナブル投資の実務は大きく、かつ不可逆的な進化を遂げたと言えます。足元では反 ESG の動きが大きくなっていますが、投資の実務がこれで大きく押し戻されることはないといえるでしょう。サステナビリティ要素を投資プロセスに統合することは、もはや一時の潮流ではなく、投資実務として定着しつつあります。

次回（後編）では、2015 年以降、サステナブル投資が大きなブームとなった背景と反 ESG の動きを解説した上で、そのような環境下でのサステナブル投資について考えたいと思います。

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：

- ・ 木村祐基編、一般社団法人スチュワードシップ研究会著、「機関投資家によるスチュワードシップの実践と展望 –スチュワードシップコードの10 年–」、同文館出版
- ・ 拙著、「ESG 投資の潮流 第 4 回、責任投資原則（PRI）」、三菱 UFJ 年金情報 2020 年 7 月号
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkinjoho/pdf/mutb_202007.pdf?20211201
- ・ 拙著、「ESG 投資の潮流 第 8 回、気候変動問題とパリ協定」、三菱 UFJ 年金情報 2020 年 11 月号
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkinjoho/pdf/mutb_202011.pdf?20211201
- ・ 拙著、「TCFD 開示の最新動向」、三菱 UFJ 年金情報 2022 年 9 月号
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkinjoho/pdf/mutb_202209.pdf?20231201
- ・ 拙著、「インベストメントチェーンの進化」、MUFG AM サステナブルインベストメント
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_02.pdf

積極財政と民間投資

厳寒の中で実施された衆議院議員総選挙の結果としては、経済政策を重視する人が多かったと伝えられている。責任ある積極財政として、財政支出により国内投資を活発化し、強い経済を作ることは一定の期待が寄せられている一方、その効果や持続性については様々な見方が存在する。

政治と経済とは切っても切れないものであり、経済情勢は政策運営に対する評価にも影響を及ぼす。しかし、政治主導で経済が活性化した事例は必ずしも多くないように思う。過去を振り返って見ても、金融政策や財政政策が一定の成果を上げた局面は存在するものの、持続的な成長を実現するために不可欠である民間投資に勢いがつかなかったこともある。積極財政で民間の投資に火がつくかどうかは鍵であり、政治への期待は大きいですが、それほど簡単なことでもないだろう。

なぜなら企業は経済合理性の下に行動するからだ。過去の政策局面において民間投資が盛り上がらなかった背景には、投資採算の見通しや成長分野の不透明感など、複数の要因が影響していた可能性がある。本来、企業は獲得した利益、あるいはキャッシュフローを再投資して、さらに多くの利益・キャッシュフローを目指すことが求められる。それが株主に対する責務であるからだ。

ところが、投資機会の見極めを重視した結果、利益やキャッシュフローを社内に蓄積し、それを株主に還元する場合には増配や自社株買いが選択される場合もある。ここしばらく、自社株買いが高水準を続ける背景については、投資機会の見極めに加え、資本効率の向上や株主還元方針の変化など、様々な要因が指摘されている。責任ある積極財政が、企業の民間投資を後押しする環境を整えることができるのかどうかは焦点となる。

政府の財政支出によって金利が上昇し、その結果、民間投資が抑制されることをクラウディングアウトという。過去、日本国債が大量発行される中でクラウディングアウトが起これなかったのは、超低金利という金融政策と前述の通り、民間投資が低調だったからだと考える。ただ、今後、民間の投資意欲が回復する局面が到来した際に、積極財政が裏目にでる可能性についても考えておく必要がある。

2026年2月13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、充分ご注意ください。

本資料は、弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士・社会保険労務士等にご確認ください。また、本資料に記載している見解等は、あくまで参考情報としてご利用ください。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