

# ファイナンシャル・ウェルネス研究会 2023

## 報告書

2024 年 5 月

ファイナンシャル・ウェルネス研究会

## ファイナンシャル・ウェルネス研究会 2023 参加者

(敬称略、所属・肩書きは研究会参加当時)

### ○参加企業（五十音順）

ENEOS ホールディングス株式会社  
オムロン株式会社  
株式会社ダイセル  
株式会社デンソー  
富士通株式会社  
株式会社丸井グループ  
株式会社ヤオコー  
株式会社レゾナック・ホールディングス

### ○有識者（参加順）

フィンウェル研究所代表 野尻哲史（第1～5回）  
コモンズ投信株式会社 取締役会長 渋澤健（第1回）  
早稲田大学 商学学術院 教授 久保克行（第2回）  
一橋大学 商学部・大学院経営管理研究科 教授 三隅隆司（第4回）  
みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神康議（第5回）

### ○その他

ファシリテーター及び研究員：野村資産形成研究センター  
オブザーバー：野村證券株式会社  
事務局：野村資産形成研究センター

## ファイナンシャル・ウェルネス研究会開催状況

ファイナンシャル・ウェルネス（お金の健康度）アンケート（2023年10月3～13日）  
第1回（2023年10月10日） 人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネス  
第2回（2023年11月14日） 株式報酬制度  
第3回（2023年12月12日） リタイアメント・プラン  
第4回（2024年2月9日） 金融リテラシー  
第5回（2024年3月12日） 三位一体経営、まとめ

## 目次

要約	4
はじめに	5
第1章 人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネス	6
1. 人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネスで日本の新時代を拓く	6
(1) 「成長と分配の好循環」のグローバル展開を生み出す	
(2) 企業の「見える価値」と「見えない価値」	
(3) 労働移動の円滑化で、「良い会社」の定義が変わっていく	
(4) ポスト ESG～「インパクト」	
2. 意見交換	7
(1) 労働市場の流動化を前提にしたファイナンシャル・ウェルネス支援	
(2) 人材の外部での活躍	
(3) 見えない価値を上げるためのウェルネス向上	
(4) 人的資本のゴール	
第2章 株式報酬制度とファイナンシャル・ウェルネス	10
1. 人的資本経営と株式報酬制度等のエクイティ・プラン	10
(1) 背景：日本企業の人的資本経営の現状	
(2) エクイティ・プランの効果	
(3) 投資家と従業員双方への開示がポイント	
(4) 株式報酬制度の「規模」も論点に	
2. 意見交換	12
(1) 株式報酬の制度設計	
(2) 現金か、NISA か、株式報酬か	
(3) 従業員への趣旨の浸透	
(4) キャリアオーナーシップ、ファイナンシャル・ウェルネスとエンゲージメント	
第3章 リタイアメント・プランとファイナンシャル・ウェルネス	14
1. 職域におけるリタイアメント・プラン	14
(1) 企業が提供する意義と課題	
(2) 元・従業員を視野に入れる必要	
(3) 金融リテラシーの引き上げの意義	
(4) 資産活用（資産の取り崩し）の重要性	

(5) 「下山ルート」を踏ました「登山ルート」の設計	
2. 意見交換	16
(1) 個人の資産形成に会社がどこまで踏み込むべきか	
(2) 無関心層へのアプローチ	
(3) 60歳以降も運用を継続していく方向に変わっていくのか	
(4) 「山下り」の存在が、資産形成の先延ばしを招くこともあり得るか	
第4章 金融リテラシーの獲得	19
1. 職場における金融経済教育とDCの利用行動	19
(1) 米国DCプランの経験	
(2) 標準的経済学と現実の乖離	
(3) 金融リテラシーとは何か、その有無をどう測るのか	
(4) 会社内での金融経済教育の効果の把握は、事例分析やアンケート調査で実施	
(5) 個人が有する3つの評価基準	
2. 意見交換	22
(1) 効果的なタイミングやターゲット	
(2) 社内外のリソース活用	
(3) 十分な金融経済教育とは	
(4) 政府の施策と企業の取り組み	
第5章 投資家の企業価値評価とファイナンシャル・ウェルネス	24
1. 三位一体の経営	24
(1) 日本は金融資本と人的資本で劣後	
(2) 「障壁ビジネス」と「機会ビジネス」	
(3) 「経営」と「運行」の違いは会社の「人間集団」のクオリティ	
(4) 経営者と投資家は本質的には同じ	
2. 意見交換	26
(1) 持株会や従業員による保有比率	
(2) 適度なバランスが重要	
(3) 三位一体経営とファイナンシャル・ウェルネス	
おわりに	28

## 要約

1. 人的資本の拡充が日本の施策として掲げられる中で、企業の「見えない価値」の代表格が人材である。企業価値向上を支える優秀な社員は、自らキャリアを考えリスクリギングを行い、働く場所を選択するようになっていく。企業は、労働移動の円滑化が進むことを前提にした上での、従業員のファイナンシャル・ウェルネス支援や、人的資本投資の考え方を定めることが重要となる。
2. 持株会や株式報酬を含むエクイティ・プランは、従業員のファイナンシャル・ウェルネス及びエンゲージメントの向上において重要な役割を果たしうる。従業員のキャリアオーナーシップや財産形成に関する意識の向上が期待できる。その際、株式付与の主旨を従業員に伝え、理解を得る必要がある。投資家への開示は極めて重要であり、トップ・マネジメントがメッセージを発信し続けるなどの工夫も求められる。投資家は株式報酬の規模にも注目しており、付与額が小規模では評価されなくなってくる可能性もある。
3. 従業員の老後の所得確保を支援するリタイアメント・プランは、ファイナンシャル・ウェルネス支援の中心的存在だが、将来の資産水準の満足度向上という趣旨について、従業員の十分な理解を得ることも重要である。現役時代の資産形成を山登り、退職後の資産活用（取り崩し）を山下りと表現すると、「使いながら運用する時代」を入れることで、登らねばならない山の高さを低く抑制し、過度に野心的な登山（目標設定）をしなくて済むようになる。下山ルートを考えた上で登山を設計することが重要となる。
4. 人々はしばしば標準的な経済学が想定するような合理的な行動を取らないことが知られており、米英では、年金制度の自動加入など、それを前提にした施策が講じられている。不合理な意思決定の抑制にはやはり金融リテラシーが重要であり、従業員のウェルネスを高める観点から、多くの企業が職場での金融経済教育に取り組んでいる。その効果の把握は、因果関係の特定は難しいものの、事例分析やアンケート調査により行われており、実施タイミングと継続が重要であることなどが指摘されている。
5. 日本の最大の課題は、人々が 30 年間にわたり経済的にも精神的にも貧しくなり続けてきたことであり、豊かさを取り戻すには、価値創造主体である企業が稼ぐ力を強化する必要がある。精度の高い仮説に基づき他の追随を許さないコストとリスクテイクを行うこと、人間集団としてのクオリティを高めることが求められる。投資家を社外取締役として取り込む「三位一体経営」も注目されている。高水準の人材獲得には株式報酬が鍵を握る。従業員が株主として経営と対等に議論し、企業価値向上に繋げていくことも期待できる。

## はじめに

ファイナンシャル・ウェルネス、あるいはファイナンシャル・ウェルビーイングという用語は、ここ1~2年の間に、少しずつ認知度を高めている感がある。ファイナンシャル・ウェルネスとは、「人々が足元の金銭的な義務を果たすことができ、将来の金銭的な状況について安心感があり、生活を楽しむための選択ができる状態」という意味を持つ<sup>1</sup>。

野村資産形成研究センターは、2021年度にファイナンシャル・ウェルネス研究会を開始した。会社が従業員のファイナンシャル・ウェルネス向上を支援することの意義について、有識者を招き、当事者の意見を交えつつ議論を重ねてきた。2021年度は、会社と従業員の関係が着実に変化する中で、福利厚生制度をどのように進化させていくのかを探った<sup>2</sup>。2022年度は、従業員のファイナンシャル・ウェルネス向上から、エンゲージメントや生産性の向上、企業価値向上という導線をどのように引くことができるかを議論した<sup>3</sup>。

そして、3回目にあたるファイナンシャル・ウェルネス研究会2023（以下、研究会2023とする）では、投資家による評価という論点を意識し、「人的資本経営におけるファイナンシャル・ウェルネス」を主題として掲げた。企業の取り組みを投資家に伝える基本動作として情報開示が挙げられる。折しも2023年3月期から、有価証券報告書における人的資本開示が義務化されたが、研究会2023の参加企業からは、人的資本開示の課題として、企業価値と人的資本・人材戦略の関連性の提示、人的資本の可視化・定量化のための客観的な指標やKPIの設定、統一的なデータ収集の方法などが挙げられた。

本報告書の構成は、基本的に研究会の実施内容に沿っている。第1章では、研究会の全体テーマである人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネスの関係について、問題意識を整理した。第2章と第3章は、株式報酬制度とリタイアメント・プランという具体的な福利厚生制度について、第4章は、従業員の行動変容のカギを握る金融リテラシーと行動経済学の応用について議論した内容をまとめている。第5章では投資家の評価という論点を再確認し、全体を総括した。

---

<sup>1</sup> 米国の消費者金融保護局（CFPB）より。

<sup>2</sup> 野村資産形成研究センターのウェブサイトに掲載の、「第1回ファイナンシャル・ウェルネス研究会報告書」を参照のこと。

<sup>3</sup> 野村資産形成研究センターのウェブサイトに掲載の、「第2回ファイナンシャル・ウェルネス研究会報告書」を参照のこと。

## 第1章 人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネス

研究会 2023 の出発点として、人的資本経営と従業員のファイナンシャル・ウェルネス支援をいかに結びつけるかというテーマを取り上げた。コモンズ投信株式会社 取締役会長 渋澤健氏より、日本政府による政策動向、企業価値、「インパクト」という新しい評価軸などについて講義を得た。

### 1. 人的資本経営とファイナンシャル・ウェルネスで日本の新時代を拓く

#### (1) 「成長と分配の好循環」のグローバル展開を生み出す

岸田文雄政権においては、「新しい資本主義」を政策として掲げてきたが、従前の資本主義に、環境や社会といった資本主義が取り残してきた外部不経済を資本主義に取り込もうという考えである。すなわち、「新しい資本主義」とは、包摂性があるインクルーシブなキャピタリズムを提案するものと認識している。

政府はこれを実現するべく、「人的資本の向上」、「人への投資」を政策として打ち出している。企業価値を考える際には、財務的な価値に加えて、非財務的な価値である人的資本について深堀りすることが一層求められている。

#### (2) 企業の「見える価値」と「見えない価値」

ファンドの運用経験に基づき、企業価値の源泉としては、①収益力、②競争力、③経営力、④対話力（投資家との対話、社内コミュニケーション）、⑤企业文化の5つの分野があると考えている。会社の価値のほとんどが、②～⑤の非財務情報、すなわち見えない価値であると認識している。収益力も重要だが、収益力はこれまでの結果の可視化であり、見えない価値を有するからこそ、その企業が長期にわたって価値を生み出し続けられるのだと考えている。

資本市場から、最も見えづらい価値は何かと言えば、「そこで働いている人」となる。一般に、「人の価値」は、財務的には費用、すなわち人件費としてのみ可視化されるが、人が会社の財産であるなら、資産として計上すべきではないかという考え方ができる。他方、人は会社に保有されるものではなく、むしろ財務的な資本を提供する株主と同様に、企業の価値を作るインプットである。人的資本も含む資本があるから企業価値が創造されるという考え方に基づき、人への投資が新しい資本主義の一つの柱になったと理解している。

#### (3) 労働移動の円滑化で、「良い会社」の定義が変わっていく

ここ数年、賃上げが積極的に推進されており、従業員のファイナンシャル・ウェルネスの観点からも重要だが、構造的な賃金上昇のためには、日本の労働市場の流動性を高める必要がある。「労働市場の流動化」は解雇を想起し、政治的に難しい側面を持つつも、足下では「労働移動の円滑化」という文言で対応し、リスクリキング等の議論へと発展させることが

できている。2023年夏に公表された「三位一体の労働市場改革」の基本方針にもある通り、今後は、仕事やキャリアは会社から与えられるのではなく、一人一人が自身のキャリアを考える時代となっていく。職業毎に求められるスキルを明らかにすることで、従業員が自身の意志でリスクリキングを行い、職務を選択できる制度に移行していくことが重要となる。労働市場における価値が会社の枠内で決まるのではなく、社外との比較において労働価値を高めていくことが、構造的な賃金の引き上げに繋がっていく。

このような変化の下では、従業員から見た「良い会社」の定義が変わってくる。従前の良い会社とは、終身雇用で、安定した職を与える会社だった。今後は、「この会社に勤めればどこでもやっていける人材になれる」というのが良い会社になる。この点を会社の価値として労働市場に提示できれば、良い人材が集まる可能性が高まる。

#### (4) ポスト ESG～「インパクト」

企業の「見えない価値」に加えて、今後は「インパクト」という要素が加わるのではないかと見ている。従来、投資家が企業を評価するに当たり、リスクとリターンという二次元が共通言語となっていたが、インパクトが三次元目となる。インパクトは「民間も公的な役割を担う社会を実現する」という課題解決の軸であり、外部不経済を取り込むことを目指す「新しい資本主義」の手段の本丸とも言える。

インパクト投資の父と呼ばれるロナルド・コーベン氏によれば、インパクトはポスト ESG とのことである。自分は、インパクトの主導権は、投資家ではなく課題解決に取り組む企業が持つべきと理解している。ロナルド・コーベン氏の言うポスト ESG では、スタートアップに限らずインパクトは上場企業にも当たはまり、その規模はスタートアップよりも大きい。

重要なのは、インパクトを測定しているか、目標設定しているかということである。エーザイの取り組みなどを踏まえると、日本はインパクトについて、特に ESG の S (ソーシャル) の可視化については国際的にもリードしていると見ているが、S はどう測定するのか。地域や文化が違えば S が違うという課題があり、科学的根拠も不足しがちである。そうした中で期待できるのは、S における「健康」である。健康には科学的根拠を伴う数値があり、人種を問わず大事なことである。S の可視化を、健康を通じてできるのではないかと期待している。

## 2. 意見交換

上記を踏まえて、参加企業からは、労働市場が流動化する中でのファイナンシャル・ウェルネス支援、人材が外部に出てから活躍した場合の人的資本投資の評価、人的資本開示のゴールはどこかといった点について、率直な質問が寄せられた。

### (1) 労働市場の流動化を前提にしたファイナンシャル・ウェルネス支援

人材の流動化が前提という中でのファイナンシャル・ウェルネス支援のあり方、企業への期待に関連して、渋澤氏から、恒久化された少額投資非課税制度（NISA）の活用に注目しており、職域NISAの利用促進を政府に推しているというコメントがあった。

大企業はもとより、中小企業等、福利厚生制度が必ずしも手厚くない企業の社員も含めて、自分の給与から定期的に積み立てていくことを啓蒙する必要性が高まっている。従前は老後の備えといえば退職金だったが、そもそも退職金は給料の後払いだとすると、これから時代は退職金ではなく給与として支払い、自分の意思で積み立て、資産形成することが重要ではないか。退職金は社員を囲い込む手段としては有効だったが、これからの良い会社は囲い込むのではなく、いかにして会社で社員の価値、資産形成も含めた労働市場における価値を高めるかということが大事になる。後払いである退職金を廃止し、その分をきちんと給与として支給し、資産形成プログラムで積み立てることを推進する会社が、ロールモデルのように出てくることを期待している、とのことだった。

### (2) 人材の外部での活躍

参加企業からは、人材の流動化で、社外に出て行った元・社員が活躍している場合、人々の人的資本投資はどのように評価されるのか、という質問が出された。考えられる価値として、一つは、人材の流入入による新陳代謝が進むことで、多様な人々を活用する能力が、組織の能力として会社に残る。もう一つは、外部人材とのネットワークが形成され、人的資本を超えた社会関係資本の形成に繋がる。これらを会社が生み出した価値として評価できないものか、という質問だった。

渋澤氏からは、会社の価値、ブランドともなり、自社の存在感を高めることには間違いないなに繋がるというコメントがあった。どう数値化するかは課題があるが、一つの方法としては、情報開示の中で、離職率と並べて復帰率を示すということが考えられる。5年、10年、20年と続けると、復帰率の数字がどう動くのか、ここが可視化出来ると面白いのではないかという提案があった。

### (3) 見えない価値を上げるためのウェルネス向上

企業の見えない価値を上げていくための、社員のウェルネス向上に関連して、渋澤氏より、「自分が何故ここで仕事をしているのか」の答えを持っていることは、強烈なウェルネスであり、これがファイナンシャル・ウェルネスとリンクできていれば最高だというコメントがあった。

社員が積立投資を実施していれば、社員自身が選んだ投資先の企業価値がファイナンシャル・ウェルネス向上に繋がる。会社が社員のファイナンシャル・ウェルネスを全て支えるのではなく、本人のリスク分散も含め、会社の外から価値を得る感覚が重要である。外の世

界から成長を呼び込んで身に着けることが「invest」、すなわち投資の本質であり、その基礎を作ることがウェルネスに繋がることだった。

#### (4) 人的資本のゴール

人的資本開示については、渋澤氏より、現状と目標を示しギャップを可視化すること、ギャップを埋めるためのロジックや数値化のメトリクス等の筋道をたてて、機関投資家との対話のツールにすれば良いといったコメントがあった。

また、開示項目が増加していく中、人的資本のゴールは、どのようなものかという問い合わせについては、企業価値の創造に繋がるというロジックがゴールという回答だった。そもそも企業価値のゴールとは何かと言えば、オングーイングなものであり、長期投資家としては、持続的な価値創造を求める。そのためには、常に良い人材が必要不可欠となる。中短期的なゴール設定が重要であり、情報開示を上手く利用し、会社の価値の可視化に繋げることを考えて欲しいということだった。

## 第2章 株式報酬制度とファイナンシャル・ウェルネス

第1章で確認されたように、会社と従業員の関係は変化の時代を迎えている。研究会2023では、早稲田大学商学学術院教授 久保克行氏より、株式報酬制度とファイナンシャル・ウェルネスについて講義を得た。株式報酬制度を含むエクイティ・プランが従業員のファイナンシャル・ウェルネス及びエンゲージメントにとって重要であること、会社はエクイティ・プランの提供について社内外に明示的に発信する必要があることなどが指摘された。

### 1. 人的資本経営と株式報酬制度等のエクイティ・プラン

#### (1) 背景：日本企業の人的資本経営の現状

日本企業は従業員を大事にしていると以前から言われてきたが、基本的には日本国内の正社員の雇用を守ることを重視し、スキルやエンゲージメントについてはそれほどケアしてこなかったというのが実態と言える。国際的に見て、日本企業の教育訓練費が低いこと、管理職のスキルが低いこと、従業員エンゲージメントが低いことなどが指摘されている。例えば、国際経営開発研究所（IMD）の人材ランキングを見ると、日本企業のスキルの評価がかなり低いことが見て取れる。従業員エンゲージメントについても国際的に見て低い水準であり、自分のキャリアを自分で作るというキャリアオーナーシップ（キャリアの主体性）の意識も低い状況にある。

キャリアオーナーシップのある人とは、自分のキャリアを自分で作るためにどのようなスキルが必要であり、そのために自分は何をしなければならないのかを考えることができる人材を指す。人的資本経営においてはそのような人材が重要であり、企業と従業員は、ともに選び、選ばれる関係を構築するのが望ましい。そして、自分の財産形成とキャリア形成は裏表の関係と言える。すなわち、ファイナンシャル・ウェルネスは、従業員のスキルやエンゲージメントと密接な関係にある。

#### (2) エクイティ・プランの効果

エクイティ・プランには、従業員持株会、ストック・オプション、株式報酬等があり、制度上の相違点はあるものの、従業員が投資家（株主）としての立場を得るという点では、機能的に近いと言える。

日本企業がエクイティ・プランを拡充することは、3つの観点から有意義と言える。第1に、日本企業は、前述の通り従業員エンゲージメントやスキル、キャリアオーナーシップの意識が低いという課題を抱えており、これを向上させるためにエクイティ・プランが役に立つ。第2に、自分の財産は自分で形成するという意識を醸成するのにエクイティ・プランは有用であり、ひいてはキャリアオーナーシップの拡大にも繋がりうる。第3に、投資家からの要請とも一致しうる。

従業員エンゲージメントと従業員及び企業の業績については、正の関係があることが様々な研究で示されている。エクイティ・プランの導入により、従業員のエンゲージメントを高め、ファイナンシャル・ウェルネスを向上させることが期待できる。同時に、企業が従業員を重要なパートナーと見なしていることを明示し、従業員の当事者意識、オーナーシップを高めることが重要となる。

今後、キャリアオーナーシップの重要性が増していく。会社も、外でも活躍できるが、あえてこの会社で働くことを望むという優秀な人材を求める傾向が強まる。従業員としては、自分の財産やキャリアについて自分で意思決定し、投資を行うことが重要になる。そして、エクイティ・プランはキャリアオーナーシップの拡大とファイナンシャル・ウェルネス向上に寄与するということである。

### (3) 投資家と従業員双方への開示がポイント

人的資本投資は、実行するだけではなく、有効性を明示する必要がある。エクイティ・プランの投資家への開示は重要である。例えば持株会の加入率が増加していることを開示すれば、投資家は、長期的にコミットする従業員が増えていることが分かる。企業が奨励金等のサポートをしていることも重要な情報である。例えば設備投資を何億円実施しているかと同様に、従業員への投資額を示し、その結果エンゲージメントのレベルが上がり、離職率が下がり、スキルが上がったといったことを示せるのが望ましい。株式報酬に関する事項は、トップ・マネジメントや取締役会レベルで議論し、有価証券報告書等で定量的・定期的に報告すべきテーマである。

同時に、従業員にも明示することが重要である。会社が従業員を大事にしていることを、従業員自身が実感することが重要であり、これも投資家にとって有用な情報となる。野村資産形成研究センターの上場企業従業員 1 万人アンケートによれば、株式報酬を付与されたグループ（図表 1）の方が、エンゲージメントが高く、付与されていないグループと大きな差異が見られた。株式報酬導入企業の方が高いエンゲージメントを達成しうることを示唆する。

### (4) 株式報酬制度の「規模」も論点に

コーポレートガバナンス改革で最も重視されることの一つは、経営者と投資家が同じ方向を向いている「on the same boat」である。さらに、株式報酬制度を活用することで、従業員と投資家の利害を一致させることが可能となる。

エクイティ・プランを評価する際に重要なポイントとなるのが、「バーンレート」である。バーンレートとは、企業価値の何パーセントを株式報酬として提供しているかという指標である。投資家が最も重視するのは企業価値の向上である。株式報酬の有無に加えて、株式報酬の規模も重要となる。ある程度以上の規模でなければ意味がないと見なされうる。バーンレートは直訳すると「燃やす割合」だが、時価総額の何パーセントを株式報酬として放出

するかである。バーンレートが業界平均に比べて低い場合に、投資家が株式報酬に反対する可能性がある。足下では株式報酬制度の有無が話題になっているが、今後は規模が重要となってくる。

図表1 上場企業従業員1万人アンケートより、株式報酬制度の経験<sup>4</sup>



(注) 上場企業の従業員を対象に、2023年10月に実施。n=11,052、単一回答。

(出所) 野村資産形成研究センター「第3回ファイナンシャル・ウェルネス（お金の健康度）アンケート—上場企業従業員1万人の声—」

## 2. 意見交換

参加企業からは、株式報酬制度への期待や課題などが、自社の経験も踏まえて共有された。従業員のエンゲージメントとファイナンシャル・ウェルネスの向上に繋がる施策として、潜在的な可能性が高いことが窺われた。

### (1) 株式報酬の制度設計

幅広い社員が対象の株式報酬制度の場合、どのような条件で配るのが望ましいのか、一律付与、評価に合わせる、若年層に多くする等、効果を期待する上で、良い軸は何かという質問が出された。

久保教授からは、実験を繰り返し、定量的に把握しながら導入するという方法が示唆された。また、最終的なゴールが何かが重要であり、企業価値の向上は当然のことながら、従業員の行動をどう変えたいのかがポイントになると指摘された。何を期待するかを定義し、その上で条件を検討するのが良いとのことだった。また、最終的にどのくらいの従業員にどれくらい保有してもらうのが望ましいのかを定め、そこから逆算して付与するという考え方も指摘された。

参加企業の中から、株式報酬について、中期経営計画のタイミングでの導入、管理職のロイヤリティ向上の目的で導入、株式支給タイミングを退職時に設定しての導入といった経験が共有された。

<sup>4</sup> 上場企業従業員1万人アンケートの詳細は、野村資産形成研究センターのウェブサイトを参照。

## (2) 現金か、NISA か、株式報酬か

従業員のファイナンシャル・ウェルネス支援の方法として、現金ではなく敢えて株式報酬にすることの意義をどう伝えるのかという「そもそも論」の質問も出された。また、株価が下落する可能性についてどう考えれば良いか、分散投資が可能な NISA の方が良いのかといった問題意識が、従業員の金融リテラシーに関する懸念と併せて共有された。

久保教授からは、株式報酬は現金と異なり、従業員の株価に対する関心が高まることが再度指摘された。また、従業員の自社株保有というリスク集中の問題については、会社からのサポート水準にもよるとの見解が示された。株価の上下変動ではなく下がり続けることへの懸念なのか、会社をよく知っている筈の従業員が仮にそのような懸念を有しているのだとすると、株式報酬制度以前の懸念材料ではないかというコメントもあった。

## (3) 従業員への趣旨の浸透

参加企業から、人的資本投資の一環として株式報酬を実施したところ、金銭的な価値は伝わった一方で、「自己成長への投資」という「見えない価値」が十分に伝わっていないという問題意識が共有された。別の参加企業からも、従業員に対する効果や投資家の評価に関する懸念が共有された。また、株式報酬の導入に付随して持株会の加入率が上昇し、自社株への関心が高まった一方、自社株以外の金融商品の運用や NISA の活用等には繋がっておらず、従業員の金融リテラシーが引き続き課題であるという認識が共有された。

久保教授からは、従業員が株価を気にするようになったか等の効果を測定する、エクイティ・プランについて CEO のメッセージに入れたり、アニュアルレポートの最初に盛り込んだり、業績発表会で強調したりするといった方法で、従業員や投資家に主旨を伝え続けることなどがコメントされた。

## (4) キャリアオーナーシップ、ファイナンシャル・ウェルネスとエンゲージメント

キャリアオーナーシップの強調は「会社が社員のキャリア形成の責任から離脱する」意味合いもあり、従業員のキャリアオーナーシップが高い、ファイナンシャル・ウェルネスが高いこととエンゲージメント向上は結びつくのか、という率直な質問も出された。

久保教授からは、雇用保障を諦めると明示するのは問題なく、むしろ会社は雇用やキャリアの保障はできないが、どこに行っても通用する人材になるよう全力でサポートすることはできるというメッセージに変えていくことが重要だと改めて指摘された。投資家から見ても、そのような社員が敢えて居続け、自社株の保有を続けてるという会社は、魅力的な筈である。ただし、様々な因果関係が絡むのは事実であり、会社や従業員の状況にもよるため、今後、ファイナンシャル・ウェルネス研究が一層重要になってくると思われる。

## 第3章 リタイアメント・プランとファイナンシャル・ウェルネス

退職給付制度は、最も典型的な福利厚生制度の一つと言える。研究会2023では、企業型確定拠出年金（DC）を中心とするリタイアメント・プランを取り上げる回を設定し、研究会のアドバイザーでもあるフィンウェル研究所代表 野尻哲史氏を講師に招いて議論した。

### 1. 職域におけるリタイアメント・プラン

#### (1) 企業が提供する意義と課題

企業が確定拠出年金等の退職給付制度といった福利厚生制度を提供する意義としては、従業員のファイナンシャル・ウェルネスの実現への強固なコミットメントを挙げることができる。一方で退職給付制度などの福利厚生制度が、退職後の生活のために現在の給与の一部を取り置くことを意味するのであれば、従業員の足元のファイナンシャル・ウェルネスの観点からプラスになりうるのかという疑問も残る。従業員が、こうした施策が退職後の資産水準の満足度に寄与すると理解していることが重要であり、それが不足すると、企業が退職給付制度などの福利厚生制度に注力するほど、今の生活のための消費の抑制が大きくなるため、従業員の足元のファイナンシャル・ウェルネスには必ずしもプラスとならない可能性がある。さらに、従業員がファイナンシャル・ウェルネスを実現できたかどうかは、退職後にしか分からないという難しい問題がある。

#### (2) 元・従業員を視野に入れる必要

上記の最後の論点を踏まえると、元・従業員である退職者のファイナンシャル・ウェルネスを測定するというニーズが浮上する。

フィンウェル研究所では、毎年60代をターゲットにしたアンケート調査を実施している。2023年のアンケート結果から4つのポイントを紹介する。1つ目は、生活全般の満足度についてである。生活全般の満足度は、健康水準、仕事・やりがい、人間関係、資産水準の4つの満足度が影響しているという考えに基づき分析を行っているが、資産水準の満足度が一番低い結果となった。資産水準には満足できないが、他の満足度が比較的高いため生活全般の満足度は高かった。他方、4つの満足度を説明変数とし、生活全般の満足度を被説明変数とした重回帰分析を行ったところ、資産水準の係数が非常に高いという結果が見られた。すなわち、資産水準の改善は、生活全般の満足度向上に大きな影響力を有すると言えた。

#### (3) 金融リテラシーの引き上げの意義

金融リテラシーの効果についてもアンケート調査で分析したが、金融リテラシーと金融詐欺被害率を見ると、金融リテラシーの高さに比例して金融詐欺被害率が低減する傾向は見られず、ほぼ横ばいだった。他方、金融リテラシーが平均を下回っているにも関わらず、自己評価が高い層（自信過剰な層）は金融詐欺被害率が高かった。自身の金融リテラシー水

準を理解することが重要であることは強調すべき点である。近視眼的でない人の方が、金融リテラシーが高く、金融詐欺被害率が低く、平均年収も保有資産も高かったが、因果関係は不明だった。金融リテラシーの向上は大事だが、行動バイアス等も影響する。金融リテラシー引き上げの意義については常に検証する必要があると言える。

#### (4) 資産活用（資産の取り崩し）の重要性

海外では、資産形成が順調であっても取り崩しで失敗すると、総合的な資産収入額は減ることが指摘されている。他方、日本では資産取り崩しの議論はまだ行われていないのが実態である。

生涯のお金との向き合い方を山登りにたとえ、「現役時代の資産形成＝登山」、「退職後の資産活用＝下山」とすると、退職後の資産活用は、資産水準やファイナンシャル・ウェルネスに大きな影響力を持つ。生涯におけるお金との向き合い方では、資産形成から資産活用までをワンピースで考えることが重要である。

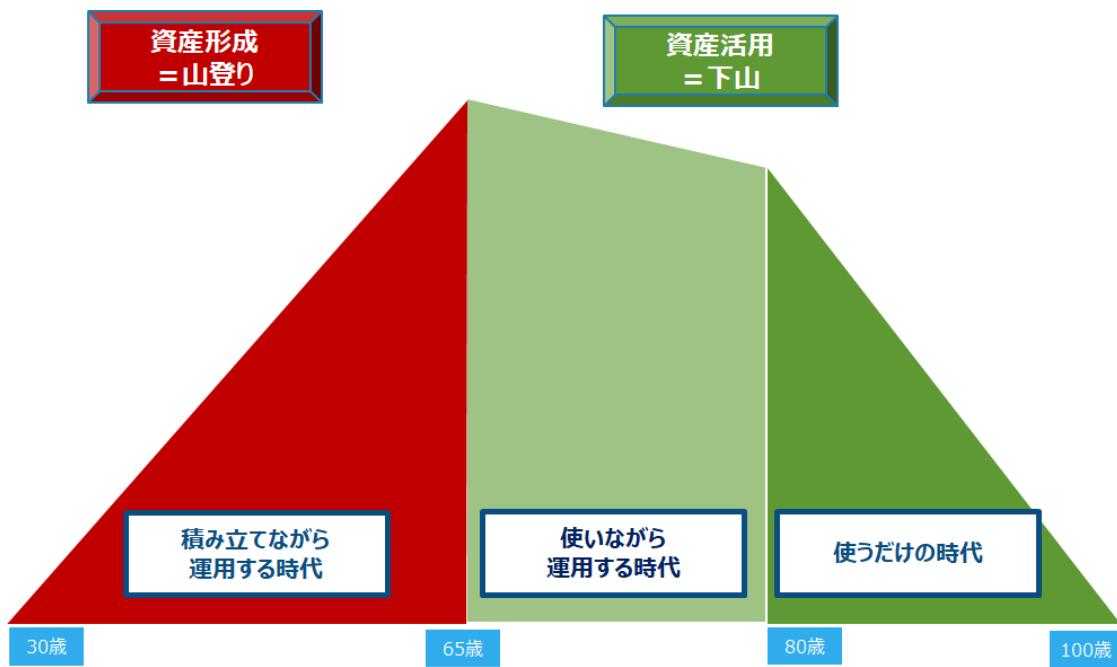
現役時代に出来ることを整理する。退職後に現役時代の何割くらいの支出が必要かを考えると、6～7割程度のイメージになる。これをカバーするには、①勤労、②年金、③資産からの収入を、退職後に、より多く得られるような仕組みを構築することが重要だが、問題は、③資産収入が現役時代の勤労収入に連動して増えるようなアイデアを実装することが重要で、最も工夫のしどころがあると考えている。

人生100年時代といわれる中、現役時代に積み上げた資産を運用しながら一部を取り崩す、すなわち「使いながら運用する時代」を、10～20年入れることで、運用期間を延長することが考えられる（図表2）。その際に注意すべき点は、引き出し方の考え方である。定額で引き出している場合、引き出し期の前半で収益率が低いと、資産は大きく目減りする。これを「収益率配列のリスク」と呼称し、資産取り崩しの議論の際には必ず提起される論点である。この問題は、定額ではなく定率で引き出すことで回避することが可能である。

#### (5) 「下山ルート」を踏まえた「登山ルート」の設計

「下山ルートを考慮した登山」と「下山ルートを考慮しない登山」を比較すると、資産活用の重要性が分かる。退職後の運用を加味すると、登山（現役時代）に必要な目標額が大きく変わる。一定の条件下で試算してみると、退職後の運用無しの場合、65歳時点で4,000万円が必要で現役時代に年率4.5%の運用が求められるのに対し、退職後の運用有りだと65歳時点で2,800万円、現役時代に年率2.5%の運用で良いとなる。退職後の下山ルートを先に確認することで、登る山の高さが変わり、過度に野性的な登山をしなくて済むようになることを意味する。下山ルートを確認せずに登山をする人はいない。生涯のお金との向き合い方も、下山ルートから考えることが重要と言える。

図表2 「使いながら運用する」のが重要に



All rights reserved ©FinWell Research LLC, 2023

(出所) フィンウェル研究所

## 2. 意見交換

参加企業からは、退職後のファイナンシャル・ウェルネスについて耳にすることは少なく新鮮だった、資産取り崩しの方法について考えてこなかったことに気づいた、社内の年金・退職金制度の取り崩しについては手当てをしておらず良い気付きを得た、といったコメントが相次いだ。

### (1) 個人の資産形成に会社がどこまで踏み込むべきか

企業型DCにおいてしばしば浮上する課題として、加入者の元本確保型商品（預金・保険商品）の保有比率が高いことが挙げられる。参加企業から、DCの運用商品選択は個人の問題であり、個人の財産形成に会社がどこまで踏み込むべきなのかという質問が出された。

野尻氏からは、資産形成を行っていること自体をまず評価すべきだというコメントがあった。現役期の資産形成や退職後の資産活用が目標・目的であるのに対し、資産運用や有価証券投資は手段である。手段と目的を一緒にしないことが重要と言える。企業は資産形成のベースとなる勤労収入の情報を有し、福利厚生制度に照らし合わせた上で、従業員にコンタクトできるという強みを持つ。資産形成のツール提供以上に大事なことは、従業員が計画を立てる際の関与度合いである。

参加企業からは、「元本確保型のみの選択者の割合を減らす取り組みを実施し一定程度成

功したもの、残りの加入者に資産運用の必要性を理解してもらうための新たな取り組みを検討している」、「新入社員教育で自身の今後のキャリアをイメージする時間の後に DC 教育を行ったところ、関心が高いことが分かった」、といった情報共有もあった。テレビ CM や YouTube の広告等で、資産形成や iDeCo（個人型 DC）、AI の自動投資等の話題に触れているせいか、今の若年層は資産形成に関心が高いのではないかという指摘もあった。

### **(2) 無関心層へのアプローチ**

従業員の中でも、興味関心が高い人と無関心な人との二極化が認識されている。上記コメントの通り、新入社員は資産形成に対する関心が高い可能性がある一方で、30～40 代の働き盛りの感度が低いのではないかという感触もある。今後の社会全体の動きも鑑みて、どう対応するのが良いか、という問題提起があった。

野尻氏からは、企業が強いメッセージを発するポイントは資産形成の強化であり、資産残高が増えたら資産運用を強調するのも 1 つのやり方というコメントがあった。また、そもそも年代別に区切ることが適當なのかという指摘も増えている。ミレニアル世代や Z 世代等、育った時代背景に基づいた思考パターンが論じられてきたが、30 年超続いたデフレ・成長しない時代を経て、年代とは別の要因で価値観が醸成されているようにも思われる。40 代～50 代でも 20 代と同様な発想の人が増えているとすると、年齢とは別の切り口でアプローチするのが適當という考え方もある。

参加企業から、「デフォルト商品を元本確保型からバランス型投資信託に変更したのを契機に、自発的に変更する人、選択する人、自発的に勉強する人が多数出た」、「DC 導入時には各店舗の店長や副店長が中心的役割を果たした」、といった経験談も共有された。

### **(3) 60 歳以降も運用を継続していく方向に変わっていくのか**

従来の運用の考え方に基づけば、50 歳以上については徐々に安全資産にシフトしていくのが一般的で、投資教育やアドバイスの内容も通常そのようになっている。しかしながら、講義の内容を踏まえれば、今後は 60 歳以降も iDeCo 等を利用して運用を継続する方向に変わっていくのか、という論点が浮上した。

野尻氏からは、加齢に伴い有価証券比率を下げるには同意するが、下げるタイミングが退職というのは早すぎるという考え方方が提示された。昔は定年＝退職だったが、今や定年後も働き続けるのが一般的であり、どの時点で退職なのかを明確にする必要もある。

人生 100 年時代とされる中で、退職後も運用しなければならないという風潮は強まっている。一方で、取り崩しが定額というパターンは変わっていないが、今後退職後も運用を続けるのが通説になれば、お金との向き合い方が変わり、定率で引き出すという考え方も重要なってくる。従来、退職時の大変なポイントは現金があること、退職金があることだったが、これからは従業員にとっての退職をめぐる曖昧さを取り除くような支援が求められていく。

#### (4) 「山下り」の存在が、資産形成の先延ばしを招くこともあり得るか

退職後の下山ルートを精査すると、登りのルートで資産形成の手を緩めても良いという結論にはなり得るが、野尻氏は、それはそれで良いというコメントだった。目先のウェルネスを犠牲にして、将来のファイナンシャル・ウェルネスを高めるとなると、必ずしも適切な方向とは言えず、バランスを取るために役立つのであれば、無理をしない資産形成も良いのではないかと考えられる。

会社の関与を考える際に、資産の取り崩しへのフォーカスを高めることが重要な可能性もある。例えばDCの一時金受取か年金受取かという選択の考え方や、持株会や株式報酬についても、現金化するのか有価証券に戻すのかというような、様々な論点が未着手のように見受けられる。50代が鍵であり、これらの世代をパワーアップすれば、若年世代のファイナンシャル・ウェルネスにも繋がると考えられる。

## 第4章 金融リテラシーの獲得

金融リテラシーは、過去のファイナンシャル・ウェルネス研究会でも一貫して、重要であるという指摘を得てきた。研究会2023では、一橋大学商学部・大学院経営管理研究科教授三隅隆司氏を講師に迎え、米国DCプランを題材にしつつ、日本企業が職場で実践可能な金融経済教育について議論した。

### 1. 職場における金融経済教育とDCの利用行動

#### (1) 米国DCプランの経験

職場の金融経済教育の実例という観点から、米国DCプランに関する学術研究などを概観した。DCプランで重要なのは、退職後の資金計画について従業員自身が主体的に判断しなければならない点である。退職後の資金計画を決めるにあたっては、金融理論や制度の知識が必要となるが、それらの知識を有する従業員は限定的と言える。また、計画を決めた上で確実に実施することが求められる。そのためには従業員の意志が必要で、容易なことではない。したがって、退職後の資金計画が上手くいか否かは、従業員の主体的な判断に加え、会社の支援が重要となる。

会社が支援することで従業員の将来の生活に良い影響をもたらすと同時に、従業員の会社に対する評価、満足度やロイヤリティも高まるといった効果が期待できる。会社は企業年金や福利厚生等に多大な費用と時間を費やしており、成果を出すことが求められる。費用対効果の観点からも、適切な金融経済教育を提供することが必要となる。

DCプランへの加入と運用については、合理的な行動としては早めに加入して適切にリスクを取ることが正しいが、実際にそのような行動をとることは必ずしも容易ではない。加入するかどうかを従業員が決めるオプト・イン方式と、加入をデフォルトとして脱退を選択させるオプト・アウト方式があり、標準的な経済学の考え方従えば、いずれの方式でも結果は変わらない。しかし実際にはオプト・イン方式からオプト・アウト方式に変更したところ、加入率が大幅に増加したケースが様々な研究で判明している。

#### (2) 標準的経済学と現実の乖離

人々は経済学的に合理的な行動を取っていない。主に2つの要因が挙げられる。1つは、退職後の貯蓄という複雑な問題を正しく認識し正解を導き出すことは、普通の人にとって、標準的経済学が想定するより、はるかに困難な課題であるということだ。もう1つの要因は、問題が解けても、自分の答え（行動）を何十年にもわたり実行し続けるのは難しいということだ。普通の人は十分な意志力を持っておらず、意思決定を先送りする傾向が強い。

他方、人間が「先送りの傾向」を有しているのであれば、それを利用してオプト・アウト方式を採用し、脱退する権利を保証するという個人の自由な意思を尊重したうえで加入率を高めるという効果が期待できる。実際、米国や英国ではオプト・アウト方式の自動加入制

度を実施している。自動加入制度の採用が困難な場合、効果は落ちるが他の方法もある。問題が難しい場合は問題を簡単にする、強制的に考えさせる、意思決定の期限を決める、企業から従業員に対して参加を積極的に働きかける、などである。先送りは人間の本能ともいえる傾向であり、それを意図的に統制するのは難しく、介入して良いかも定かではない。その場合、本能の存在・発現を前提に制度を工夫して運営することが重要となる。運用方法に関しては、デフォルトを設定した場合、多くの人がデフォルトの運用方法をそのまま選択することが指摘されている。ファンド（投資対象商品）のメニューの提示方法も人々の投資行動に影響を与える。

### （3）金融リテラシーとは何か、その有無をどう測るのか

人は合理的な行動について分かっているものの実現できず、本能的なバイアスに従ってしまうことがしばしばある。不合理な意思決定を回避するには自分で考える必要があり、そのためには金融知識が必要となる。

金融リテラシーとは何か、その有無をどう測るのかが次の論点である。学術界では、Big Three と呼ばれる 3 つの質問への回答から、金融リテラシーの程度は大体分かると言われている。すなわち、①複利の効果、②インフレの影響、③分散投資の理解に関する 3 問である。僅か 3 問だが、将来の意思決定に必要な様々な知識が試される問題となっている。3 問なので調査も簡単であり、知識レベルを測るのに十分なばらつきも出る。制度的な知識は別途必要だが、金融リテラシーの基本的な内容が網羅されており、有用な指標として多くの研究で用いられている。

金融リテラシーの程度が高いほど、リスク資産を保有する可能性、分散投資の程度や投資のパフォーマンスが高く、退職後に向けた資金計画を立てる可能性も高いことが分かっている。金融リテラシーを高めることが、従業員の退職後の資金計画と実行、成果に良い影響を与える可能性がある。

### （4）会社内での金融経済教育の効果の把握は、事例分析やアンケート調査で実施

従業員の金融リテラシーを高めることは、従業員の退職後の生活を豊かにし、福祉（ウェルネス）を高めるという点で、会社にとっても重要なものだと理解できる。事実、多くの会社が金融経済教育に取り組んでいる。ただし、会社内での金融経済教育の効果についての評価は必ずしも一致していない。

その要因の 1 つは、因果関係を確認するのが難しいということである。ある取り組みの成果の有無を正確に測定するには、無作為化比較実験（対象者を 2 つ以上のグループに無作為に分け、効果を検証すること）を行う必要がある。しかし、教育に関する調査では、実践された取り組みが、その後の行動に影響を与える可能性があるため、人を対象に実験してよいのかという問題がある。また、特定の能力だけを高める（あるいは低下させる）ことになる実験は、思いもよらない副作用を引き起こす可能性もある。「教育」に関する無作為化比較

実験はそう簡単にできないのが現実である。そこで、多くの研究では、様々な企業の取り組みを事例として分析し、金融経済教育の実施が従業員の金融面の知識や行動にもたらす影響の違いを比較することで、何らかの示唆を得ようとしている。ただし、この方法では、正確な因果関係としての効果は把握できないため、得られた結論の解釈・利用には注意が必要である。

米国ではDCプランについて、自動加入制度やマッチング拠出の影響を計測する研究が行われている。自動加入制度を導入している企業においては、DCプランの加入率が高く、加入後の脱退率は低いという結果が見られる。加入行動に与える要因としては、企業がDC加入者のために拠出するマッチングの有無や提供するタイミングによる効果が大きいことが報告されている。また、DCプラン加入者の方が、金融リテラシーが高く、若年層より高齢層の方が金融リテラシーの程度が高かった。

金融教育プログラムに関する従業員アンケートによる研究も行われている。プログラムの受講前に、金融及び社会保障制度に関する知識、自分の資金計画に関する質問を行い、受講後にプログラムに対する評価、金融に関する基礎知識、退職後の資金計画を変更したかどうかを質問している。結果は、金融経済教育に一定の効果があると言えたものの、年齢や性別、所得といった個人の特性によって効果の現れ方や大きさが異なる可能性があった。また、新規採用者、中堅社員、退職間近の社員などで求める内容も異なり、金融経済教育は、従業員の特性に応じて内容を変える必要があることが示唆された。

上述のような米国企業の研究から、金融経済教育の実施においては、タイミングと継続が重要であることが見て取れる。ライフイベントの発生前後に加え、資格変更や制度変更も重要なタイミングになると言えた。

### (5) 個人が有する3つの評価基準

標準的ファイナンスでは、全ての資産から得られる総リターンの期待効用を最大化するという、1つの基準・目的の達成に向けて行動する個人を前提としている。しかし、実際には、人は3つの評価基準を持っているのではないかと考えられる。1つは、標準的ファイナンスが説くリターンの期待効用、すなわち経済的価値である。それに加えて、表現的価値 (expressional value) と感情的価値 (emotional value) がある。表現的価値とは、自分の行動が他人や社会からどのように捉えられているかというものであり、感情的価値は、自分自身がその行動をどう評価するかという基準を意味する。

表現的価値や感情的価値に基づく投資行動は、結果的に、全体としてのリスク・リターンを度外視した資金配分、すなわち、標準的ファイナンスが想定する効率的フロンティアよりも低位に位置するポートフォリオ選択に繋がる可能性がある。金融行動に関するアドバイスを提供する際には、この3つの判断基準を本人が意識するよう促す必要がある。

標準的ファイナンスでは、資産の全てを考慮することが求められるが、これは難しい。人間は資産をいくつかのカテゴリーに分類する傾向を強く持っている。例えば、1つ目は確実

に手元に置いておきたい部分、2つ目はリスク・リターンのバランスを考慮して適切に運用することを目指す部分、最後に目標金額を設定して、特定の目標達成を重視する部分、といった具合である。資産 L と資産 M があり、平均リターンは  $L < M$ 、標準偏差は  $L > M$  とする。標準的ファイナンスでは分散投資し、できれば M を多く持つというアドバイスだが、目標達成の可能性があるのは L の上振れという場合、目標達成を重視する人が L を保有することを止めるのは難しい。

このように、人は複数の評価基準、傾向を持っているので、従業員の特性に応じて内容を変えることが必要となる。すなわち、従業員が経験するライフイベントやそれに伴う資金計画のパターン、行動バイアスはどうなのかといったことを意識しながら、様々な傾向に合わせた対策を考えるような金融経済教育をすることが望ましい。

## 2. 意見交換

参加企業との意見交換では、金融経済教育の内容やタイミングの工夫といった具体的な話題や、何をもって十分な教育と考えるのかといった根本的な問題などが取り上げられた。

### (1) 効果的なタイミングやターゲット

足下の環境変化に鑑みてインフレに関するセミナーを実施したところ、従業員の参加が想定ほど伸びなかったという参加企業の経験について、三隅教授より、社会的なイベントよりも個人のタイミングが重視されている可能性が示唆された。例えば、インフレ対策の必要性は認識しつつも、それが即座に資産形成や資産運用に結び付く限りではない。結婚、出産、教育等の個人的なライフイベントに合わせて資産管理や負債管理の必要性に关心を持ってもらうのが有効な可能性があるとの説明がなされた。

他方、会社としては、特定のライフイベントに該当する社員の数が少なすぎると、効率性の観点から支援提供が難しいのも現実である。参加企業によれば、退職前については一定以上の人数を見込めるが、結婚や出産、子供の教育や住宅についてはバラつきがある。また、新入社員というタイミングもあるが、総じてライフイベントから遠い年齢層と言える。

三隅先生教授によれば、米国 DC プランの研究では、複利の効果とマッチング拠出提供という、自身にとってプラスの要素に対し若年層の反応が良いという結果が見られた。行動変容については退職直前世代の効果が大きく、60 歳で引退しようと思っていた人が働き続けることにした等の効果が見られた。中堅世代に何が効くかは分かっておらず、地道に金融に関する知識を伝えていくことが行動変容に効果的と思われる。

### (2) 社内外のリソース活用

企業による金融経済教育のレベルの底上げが社会的にも期待されていると感じられる中で、企業が金融経済教育に注力するために、担当者自身のスキルアップや、外部から専門人材を呼んで配置することが必要と思われる。参加企業から、会社が効率的かつ効果的に金融

経済教育を提供するためにどのような方法があるかという質問が出された。

三隅教授からは、外部の資格保有者に依頼するのと、企業の内部者が実施するのとについて、これまで見た研究結果ではどちらが優れるという差異は見られず、企業で適切と考える方を選べば良いとのコメントがあった。従業員が何に悩み、何を求めているかの情報を吸い上げることが重要であり、どのように行うかは各社で考えれば良いと思われる。

### (3) 十分な金融経済教育とは

従業員のリスク許容度やライフプランは多様であり、年齢によっても違ってくるという中で、十分な金融経済教育とは何かという根本的な質問や、経営としては費用対効果を見る必要があり、効果測定をどのように行うと良いかという質問が出された。

金融経済教育に盛り込むべき内容について、三隅先生からは、テーマと対象者を設定し、その上で Big Three 及び重要な制度に関する内容を 2~3 加える程度で良いのではないかというコメントがあった。講義で紹介したアンケートでは、Big Three に、マッチング拠出の内容と DC に関する税制優遇に関する設問を加えた 5 間に絞っていた。一度に様々な内容を含めてしまうと、どの情報が自分にとって必要なのが分かりづらくなり望ましくない。対象者と伝えたい内容が決まっていれば、それに応じて必要な知識が絞られてくるので、ライフイベントや必要な情報に応じて変えていき、継続的に実施することが重要と考えられる。

効果測定については、例えばセミナー等の 1 年後にアンケートを行い、実際に行動を変えたのかを見るという方法がある。実際に行動に移せたかどうかが教育の成果としての指標になる。また、金融経済教育によって能力が高まり、会社に対するロイヤリティを高めたか、従業員の働くモチベーションを高めたかといったことの実証は、一般的な研究で見たことはないが、会社内で定性的な把握を試みることはできると思われる。

### (4) 政府の施策と企業の取り組み

金融経済教育推進機構の設立や資産運用立国の施策など政府主導の活動が進んでいるが、企業の取り組みにどのような影響がありうるのか、という質問もあった。政府の施策については、成長戦略を含むマクロ経済のテーマと、社会保障制度と個人の自助努力に関するテーマが合わさった動きと理解できる。三隅教授より、後者は、従業員のウェルフェアをどう高めるかということと関連しており、企業としても従業員の老後の生活を支援するために、引き続きできることを行うのが重要との指摘があった。

## 第5章 投資家の企業価値評価とファイナンシャル・ウェルネス

研究会 2023 の締めくくりとして、投資家の企業評価とファイナンシャル・ウェルネスのテーマを取り上げた。みさき投資株式会社代表取締役社長 中神康議氏より、投資家の視点を企業経営に活かす「三位一体の経営」について講義を得た。

### 1. 三位一体の経営

#### (1) 日本は金融資本と人的資本で劣後

経済・社会のサステナビリティという大きな概念を「金融資本」、「物的資本」、「人的資本」、「知的資本」、「社会資本」、「自然資本」の6つに分解してみると、日本は諸外国に比べて金融資本と人的資本が大きく劣後している。経済面では実質賃金が30年間フラットで、企業の総資産利益率(ROA)は労働分配率を引き下げて何とか3%を維持という状態が続いた。精神面でも、ギャラップ社の調査によれば、日本人社員の熱意は139か国中132位、職場への誇りを持てている程度も主要国の中で低かった。

日本の最大の課題は、皆が経済的にも精神的にも貧しくなり続けているということである。経済において価値を創造する唯一の主体は企業である。経済のエンジンは企業であり、企業のエンジンは経営である。従って、日本を経済的、精神的に豊かにするためには、企業経営を奇想天外なほど変える必要がある。

#### (2) 「障壁ビジネス」と「機会ビジネス」

日本企業の株価純資産倍率(PBR)1倍割れの構造的な背景として、自己資本利益率(ROE)が資本コストを上回っていないことがある。ROE低迷の要因を見ると、財務レバレッジや資産回転率は悪くなく、問題は事業マージン、すなわち売上高純利益率が低すぎる点である。これは経営者の本業そのものに問題があり、稼ぐ力が弱すぎることを意味する。

世の中の事業は、2つに分類できる。「障壁ビジネス」と「機会ビジネス」である。機会ビジネスとは、それぞれの時代で儲けられるものが発生し、その機会を捉えれば一時的には利益が出るという事業である。しかし、必ず他社がその利益を奪取しようと挑んでくる。挑戦を跳ね返すだけの障壁があるか、すなわち障壁ビジネスかどうかが重要となる。長期投資家は利益を長期にわたり守り切れる会社のみに注目する。バリュー投資の世界では、障壁ビジネスなのか、機会ビジネスなのかがしばしば議論される。

長期投資家の観点では、少々の差別化や優位性では障壁にならないと考えている。強力な障壁を作り出すのは容易でなく、方法は、①競争相手が腰を抜かすほどコストをかける、②競争相手の頸が外れる程のリスクを取るという2つしかない。この2つをやり遂げるには、精度の高い事業仮説を持っていることが重要となる。

### (3) 「経営」と「運行」の違いは会社の「人間集団」のクオリティ

株価は $\alpha$ と $\beta$ に分解することができ、 $\beta$ はマーケットと連動する株価、 $\alpha$ はマーケットや業界とは異なる会社独自の株価リターンを意味する。業績の $\beta$ とは、産業動向なりの「運行」をしていればそれなりの業績が出るということであり、株価も業界並みの水準にはなる。 $\alpha$ の業績が出来る会社は、他社と違う決断をする、あるいは多大なリスクを取ったり、コストをかけたりすることを断行できる。そこまでしないと、他社と違う業績やリターンは創出できない。 $\alpha$ を生み出せる会社のマネジメントを「経営」と呼び、 $\beta$ しか生み出せない会社のマネジメントを「運行」と呼んでいる。残念ながら、全体の3~5%程度の企業しか「経営」と呼ぶに値しないのが日本の実情である。

「経営」と「運行」の違いは会社の「人間集団」のクオリティにある。人材のクオリティが低いと、心理的安全性が担保されず喧々諤々の議論ができず、思い切った決断ができなくなり、「運行」になる。クオリティの低い人間集団に陥る要因として、「予定調和的意思決定」、「人間関係に偏重した経営」といった傾向、同質性が高くダイナミックな意思決定ができない、悪平等、競争原理が働かない、人間関係を過度に重視した意思決定が行われてしまう傾向などが指摘されている。株主に対して受託者責任を負う取締役会がCEOを厳しくモニタリングし、CEOは自身の責任を全うするべく必死になるという構図になっていない。

こうした深層を塗り替えるためのポイントは、人間集団の転回にある。第1にコーポレートガバナンスが非常に重要となる。CEOに絶対的な権限を与え、組閣を行い、CEOの方針に従わない人員は排除する必要がある。第2に、パーパスやビジョンも非常に重要である。ただし、他社と似通ったものでは意味がなく、心に火をつけるような独自のパーパス、ビジョンでなければならない。第3に、徹頭徹尾、経済合理性に基づく意思決定をするためにKPIを設定する。第4に、多くの日本企業が弱点とするファイナンシャル・プランニング＆アナリシスや、それを支える管理会計の専門部署の設置も必要となる。第5に、「適材適所」ではなく、「適所適材」が重要である。そのために必要な人材を外部からも調達する。

世界最高のタレントを惹きつけ動機づけるには、経済的及び非経済的インセンティブを付与することが重要であり、そのカギになるのが株式報酬制度である。リクルートの「Ring」やオムロンの「TOGA」といった、従業員を挑戦に駆り立てる社内イベントも重要となる。

### (4) 経営者と投資家は本質的には同じ

経営者も投資家も、今投資すべきか否か、どの程度リスクを取るべきかという判断を行う。設備投資や人的資本投資などの判断を行っており、ともに「投資家」である。そして結果が出なければ解任、ファンドで言えば解約される。両者は、本質的には同じと言える。

そうであるなら、経営者は、投資家と組み、投資家の思考や技術を導入することで、経営の刷新に活かすと良い。投資家が企業の社外取締役になる「ボード3.0」が注目を集め始めているが、これは日本にこそ役立つアプローチである。投資家を取り込むことで議論が変わっていると思っている。

投資家も今の中までは不十分だ。会社は誰のものかという不毛な議論があるが、重要なのは皆で良くすることだ。投資家もアクター、プレーヤーの立場から、言うべきは言い、要望すべきは要望する。これまでの日本企業では、経営者と従業員が二人三脚で事業に取り組んできたが、現状は、従業員も経営者も満足度が低い。これを変えるために、投資家をパートナーと位置づけて上手く使えば、企業価値向上に繋がる筈である。皆で株を持ち、企業価値を上げ、その成果を皆で享受する。株主は経営を良くするために働くべきであり、従業員は株主になれば良い。

## 2. 意見交換

### (1) 持株会や従業員による保有比率

第2章で紹介したように、研究会2023では持株会や株式報酬制度の意義が論じられたが、参加企業から、投資家の観点で、これらを通じた持株比率の高さを、企業評価の指標にすることはあるのか、という質問があった。

中神氏からは、原理原則として、従業員と株主の利益の一致が会社の思想に含まれているのかという点が重要だと指摘された。例えばGAFAM<sup>5</sup>は三位一体経営を体現していると言えるが、彼らは毎年総発行株式の1%を幹部社員だけでなく一般の従業員に付与している。GAFAMの報酬・人事哲学は共通して、①世界最高のタレントを惹きつける、②株主との利害を一致させる、③イノベーションを起こし、モチベーションを上げ、結果を出す、というものである。

経営陣が株式を持っていないという会社は利害一致が不十分であり、経営陣は本当に株主価値を上げたいのか疑問が生じる。こうした観点から、従業員の自社株保有は重要である。

### (2) 適度なバランスが重要

従業員主権と株主主権の議論があるが、どちらかへの偏りが生ずるのは望ましくない。中神氏から、両方を見据えることが重要だと指摘された。会社は人の集まりであり、金の集まりであり、その最適バランスを取っていかなければならない。

経営とは、トレードオフへの直面である。短期と長期の折り合いをつけなければならず、社内融和と社外での競争も折り合いをつけなければならない。常にトレードオフの関係にあり、だからこそ経営者が必要とされる。経営は「management」と呼ばれるが、トレードオフをやりくりすることである。単に中間をとるのではなく、より良い解を出すことが求められている。

経営者や従業員による自社株保有は、本人の資産の集中リスクを伴う一方で、少なすぎても三位一体の経営上、効果が期待できない。このバランスについてどう考えるかという質問

---

<sup>5</sup> アルファベット、アップル、メタ・プラットフォームズ、アマゾン、マイクロソフトの略。

に対して、中神氏から、日本企業に二人三脚の風潮があることを踏まえると、従業員プラス経営者で計 10%程度を保有しているのは違和感がないというコメントがあった。従業員の自社株保有については、給与の源泉と保有資産が重なることから、個人としての保有資産の集中リスクという問題がよく指摘されるが、会社へのコミットメント、将来への期待の問題と言えた。

### (3) 三位一体経営とファイナンシャル・ウェルネス

参加企業から、三位一体経営、従業員の株式保有とファイナンシャル・ウェルネスを結びつけるコメントもあった。従来、重要な福利厚生制度の一つとして確定給付型企業年金(DB)があったが、DB は勤続年数の長い人が手厚い給付を得られる制度であり、時代に合わなくなっている。自分のキャリアに対してリスクを取り、チャレンジするために転職を繰り返す人が不利にならない方向に状況を変えるのが、株式報酬や DC と思われる。1 つの会社で働き続けることを前提としなくなった場合、従業員の資産形成において、株式報酬は非常に重要な選択肢になりうる。

三位一体経営のメリットは、従業員が株主になることで、一般の投資家と同じように自分の会社の経営者は資産を最大化してくれるのか、という見方をすることだと理解できる。従業員側も一株主として経営にモノを申す対等な存在となる。従業員と経営が切磋琢磨して互いに議論していくことで、結果として企業価値が上がれば、三者の資産が増加する。

アドバイザーの野尻氏から、自社株保有については、従業員が「売るタイミング」を持っているかどうかも重要だという指摘があった。単に会社が好きで自社株を持ち続ける従業員を増やすのではなく、時には売ることも含めて、会社の価値を見極められる従業員を作ることが重要ではないか。従業員側に会社を見極める力があり、そのような従業員が自社株を持つのであれば、株式報酬が企業価値の増幅に繋がっていくことも期待できる、という指摘だった。

## おわりに

「人的資本経営におけるファイナンシャル・ウェルネス」を主題とする研究会 2023 では、冒頭で言及した通り、投資家による評価という論点を意識した。初回と最終回の会合に、有識者として投資家を招き、労働移動の円滑化が進み「良い会社とは何か」が変化する中でのファイナンシャル・ウェルネス支援、企業・従業員・株主の「三位一体経営」と従業員のファイナンシャル・ウェルネスといった論点をカバーした。

研究会全体を通じて、従業員のウェルビーイングと企業価値向上の双方に資するファイナンシャル・ウェルネス支援のあり方について、本質的な議論を行うことができた。投資家の評価を得るためにには人的資本開示が重要である点は論をまたないが、投資家向けの開示に加えて、従業員に対する発信も同等に重要であることが確認された。

また、研究会 2023 では、従業員のキャリアオーナーシップとファイナンシャル・ウェルネス、従業員と経営の目線一致、従業員・経営陣と株主の目線一致といった観点から、株式報酬が一つのキーワードとして浮上した感がある。さらなる追究の余地のあるテーマの一つと言えよう。

2022 年 11 月の「資産所得倍増プラン」に基づき、政府は 2024 年 3 月に「国民の安定的な資産形成の支援に関する施策の総合的な推進に関する基本的な方針」を閣議決定し、同年 4 月には金融経済教育推進機構が設立された。国民全体のファイナンシャル・ウェルネス向上が重視される中で、社会人の金融リテラシーについては、職場の活用が鍵を握るものと位置づけられている。本研究会の報告書が、企業の取り組みに対し、何らかの示唆を提供することになれば幸いである。

## 《野村證券からのお知らせ》

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.43%（税込み）（20 万円以下の場合は、2,860 円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

本資料はファイナンシャル・ウェルネス研究会 2023 に関する情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券株式会社に属しております、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等はできません。

なお、本資料に記載されている情報は 2024 年 5 月現在において、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬等につきましては当社はその責を負いかねますのであらかじめご了承ください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第 142 号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、

一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会