

# 三菱 UFJ 年金情報

*Mitsubishi UFJ Pension Report*

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

2018年7月号

## 《目次》

《公的年金財政検証 その1》 社会保障審議会「第5回年金財政における経済前提に関する専門委員会」 の開催について 年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏	… 1
《働き方改革「同一労働同一賃金」》 労働契約法第20条に関する最高裁判決と企業人事への影響 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 組織人事ビジネスユニット 組織人事戦略部 乾 靖志	… 7
《ポータビリティ拡充に関する事務取扱 その2》 DBの中途脱退者に対する説明事項等について 年金カスタマーサービス部 管理事務サービス課 坂野 恵	… 10
《株式報酬制度の会計処理 その1》 ストック・オプションの会計処理の概要 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 14
《投資のホライズン その13》 「長期投資家と長期投資」企業価値の増大 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 20
《アドリブ経済時評》 便利さの代償に気を付けよう 元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋	… 26

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>

## 公的年金財政検証 その1

# 社会保障審議会「第 5 回年金財政における 経済前提に関する専門委員会」の開催について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

来年の平成 31 年は、少なくとも 5 年毎に実施される「公的年金の財政検証」の年にあたります。この財政検証の経済前提等について、専門的・技術的な事項についての検討を行うため、社会保障審議会年金部会に「年金財政における経済前提に関する専門委員会（以下、専門委員会）」が設置され、平成 29 年 7 月から議論が進められています。

今年 5 月 18 日に、第 5 回専門委員会が開催され、財政検証における経済前提の議論が行われましたので、その概要についてお伝えします。来年の春以降には、平成 31 年公的年金の財政検証結果が公表される見込みです。

### 1. 公的年金の財政検証

公的年金の財政検証については、国民年金法第 4 条の 3（図表 1）並びに厚生年金保険法第 2 条の 4 に規定され、少なくとも 5 年毎に、財政見直しおよび給付水準の自動調整（マクロ経済スライド）の開始・終了年度の見直しを作成し、年金財政の健全性を検証することを目的に行われています。

これは、平成 16 年年金改正において、急速に進展する少子高齢化社会を見据えて、将来にわたって公的年金を持続的で安心できるものとするために導入されたものです。

これ以前は、将来の給付に見合うための保険料率を算定するための「財政再計算」

が行われていましたが、平成 16 年年金改正において、次の①～④を柱とする公的年金の財政フレームワークとともに財政検証の仕組みが導入されました。

①保険料率の上限を固定（保険料率固定化方式）、②固定化された保険料率を前提とする財源の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）を導入、③概ね 100 年間で財政均衡を図る方式として積立金を後世代の給付に活用、④財政安定化のため基礎年金の国庫負担を 2 分の 1 へ引き上げ実施。

（図表 1）財政検証に係る規定（国民年金法第 4 条の 3 「財政の現況及び見通しの作成」）

第 4 条の 3 政府は、少なくとも五年ごとに、保険料及び国庫負担の額並びにこの法律による給付に要する費用の額その他の国民年金事業の財政に係る収支についてその現況及び財政均衡期間における見直し（以下「財政の現況及び見直し」という。）を作成しなければならない。

2 前項の財政均衡期間（第十六条の二第一項において「財政均衡期間」という。）は、財政の現況及び見通しが作成される年以降おおむね百年間とする。

3 政府は、第一項の規定により財政の現況及び見直しを作成したときは、遅滞なく、これを公表しなければならない。

出所：国民年金法より抜粋

公的年金の給付と負担の均衡は将来にわたって確保していく必要があり、平成 16 年年金改正までは、将来にわたる全ての期間で年金財政を均衡させる「永久均衡方式」に基づいていましたが、平成 16 年年金改正により、概ね 100 年間で財政の均衡を図る「有限均衡方式」に変更されました。有限均衡方式では、財政均衡期間の最終年度において 1 年分程度の給付費が賄える準備金を保有するよう積立金水準の目標を設定しています。

前回の平成 26 年の公的年金の財政検証においては、経済成長の指標である全要素生産性 (TFP) 注<sup>1</sup> の上昇率等により 8 通り

の見通しが示されました (図表 2)。

この 8 通りの見通しでは、2050 年では、所得代替率は 50~51% (出生中位、死亡中位) となり、現状の 62.7% から約 2 割の給付抑制が行われることが示されました。なお、合計特殊出生率が出生高位ではこの所得代替率に対して +3~5%、出生低位では▲4~7%、平均寿命の死亡高位では +2~3%、死亡低位では▲2~3% 程度変化するとしています。

注 1: 全要素生産性 (TFP: Total factor productivity) とは、資本・労働以外の経済成長 (GDP 成長) を生み出す要因で、具体的には技術革新・業務効率化・規制緩和・ブランド価値などがあります。

(図表 2) 平成 26 年財政検証における経済前提と所得代替率の将来見通し (出生中位・死亡中位)

ケース	労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価 上昇率	賃金 上昇率 (実質 <対物価>)	運用利回り		標準的な 厚生年金の 所得代替率 (調整終了後)	給付水準調整 終了年度
					実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>		
A	労働市場 への参加 が進む ケース	1.8%	2.0%	2.3%	3.4%	1.1%	50.9%	2044年度
B		1.6%	1.8%	2.1%	3.3%	1.2%	50.9%	2043年度
C		1.4%	1.6%	1.8%	3.2%	1.4%	51.0%	2043年度
D		1.2%	1.4%	1.6%	3.1%	1.5%	50.8%	2043年度
E		1.0%	1.2%	1.3%	3.0%	1.7%	50.6%	2043年度
F	労働市場 への参加 が進まな いケース	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.5%	45.7% (※1)	2050年度
G		0.7%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%	42% (※1)	2058年度
H		0.5%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	35~37% (※1)	2055年度以降 (※2)

※1 所得代替率50%を下回る場合は給付水準調整を終了し給付及び負担について検討することとされているが、仮に財政のバランスが取れるまで機械的に給付水準調整を進めた場合の数値

※2 給付水準調整を続けると2055年度には積立金がなくなり完全な賦課方式に移行

出所: 厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る 財政の現況及び見通しー平成 26 年財政検証結果ー」より筆者作成

## 2. 中長期の経済財政に関する試算

平成 31 年の財政検証を行うに際しては、将来の人口と経済の前提 (物価上昇率、賃金上昇率、運用利回り等) が重要となります。そのため、前提となるこれらの設定方法について事前に十分な検討が必要です。

専門委員会では、今年 1 月に内閣府が公

表した GDP 成長率や消費者物価上昇率などの中長期の経済財政に関する試算結果について内閣府から説明があり、これに対して質疑応答がなされました。

内閣府による試算は、5~10 年程度の中長期展望用の計量モデルである「経済財政

モデル」を基礎として作成されています。経済シナリオの考え方については2通りが示されました。

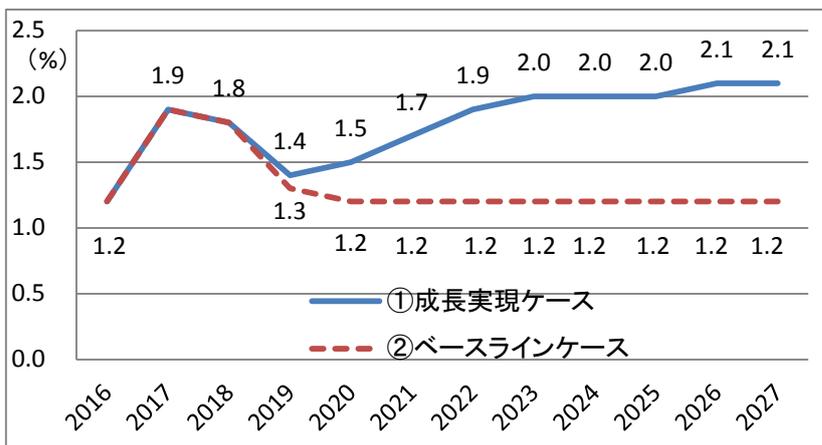
1 つめは、アベノミクスで掲げたデフレ脱却・経済再生という目標に向けて、政策効果が過去の実績も踏まえたより現実的なペースで発現する「①成長実現ケース」で、2 つめは、経済が足元の潜在成長率並みで推移する「②ベースラインケース」です。

推計結果については、2027年までの推計値が示され、「①成長実現ケース」では、経

済前提としてTFP上昇率について、足元の0.7%から5年間で0.8%上昇して1.5%、労働参加率は、女性・高齢者などの労働参加率の上昇が継続することを前提とし、実質GDP成長率は2.0%程度、消費者物価上昇率も2.0%で推移すると示されました。

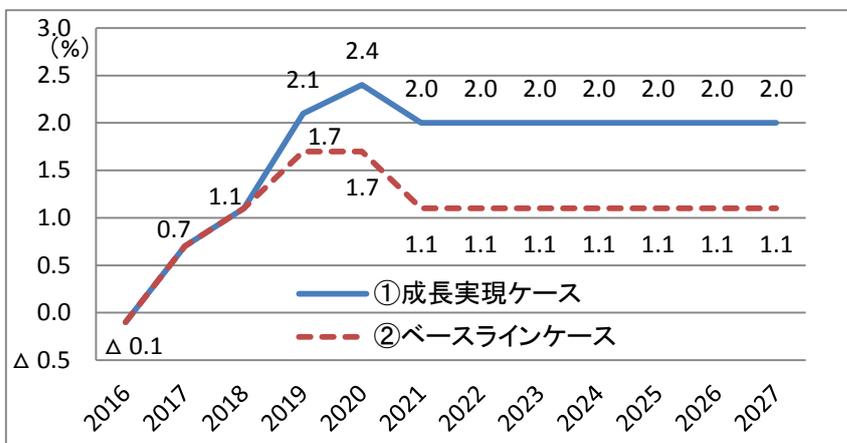
一方の「②ベースラインケース」については、経済前提としてTFP上昇率が1.0%程度で推移するとされ、実質GDP成長率は1.2%、消費者物価上昇率は1.1%で推移すると示されました（図表3、4）。

(図表3) 実質GDP成長率の推移推計 (2016~2027年)



出所：厚生労働省「第5回 年金財政における経済前提に関する専門委員会」資料1-2より筆者作成

(図表4) 消費者物価上昇率の推移推計 (2016~2027年)



出所：厚生労働省「第5回 年金財政における経済前提に関する専門委員会」資料1-2より筆者作成

### 3. 労働力需給推計について

次に、独立行政法人労働政策研究・研修機構から、2015年版労働力需給推計の説明があり、これに対して質疑応答がなされました。本推計は、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成24年1月）」と、政府『日本再興戦略』改訂2015に基づいて2030年までの労働力推計を2つのシナリオで作成しています。

1つは、経済成長が進み、成長分野の市場拡大が進むとした「①経済再生・労働参加進展シナリオ」で、もう1つは、労働力が2014年と同じ水準で推移するとした「②ゼロ成長・労働参加現状シナリオ」です。

「①経済再生・労働参加進展シナリオ」では、内閣府の中長期試算の経済成長シナリオを使用し、『日本再興戦略』改訂2015に基づき、実質経済成長率は2%程度、労働力供給は、若年者の労働力率・就職率が上昇し、女性や高齢者の労働市場への参加が進む想定とされました。「②ゼロ成長・労働参加現状シナリオ」では、内閣府の中長期試算のベースラインシナリオを使用し、2020年までは復興需要分だけ成長し、2021年以降はゼロ成長とされ、労働力供給は2014年と同水準の想定としています（図表5）。

（図表5）労働力需給推計に関する経済前提について

	経済再生・労働参加進展		ゼロ成長・労働参加現状	
	2014～2020年	2020～2030年	2014～2020年	2020～2030年
実質経済成長率	1.8%	2.2%	0.5%	0.0%
消費者物価指数変化率	1.9%	2.0%	0.8%	0.0%

出所：厚生労働省「第5回 年金財政における経済前提に関する専門委員会」資料2より筆者作成

総務省統計局データによると日本の人口は、すでに2008年の1億2,808万人をピークに減少に転じており、2017年の減少数は年間で約38万人です。また、2018年6月の人口概算値は1億2,652万人で、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口（平成29年推計）」（出生中位、死亡中位）では、2030年に1億1,912万人まで▲6%減少し、15歳～64歳の生産年齢人口も6,875万人まで減少する見込みです。

独立行政法人労働政策研究・研修機構による労働力人口<sup>注2</sup>の推計結果では、2014年の6,587万人から、2030年には「②ゼロ成長・労働参加現状シナリオ」で5,800万人

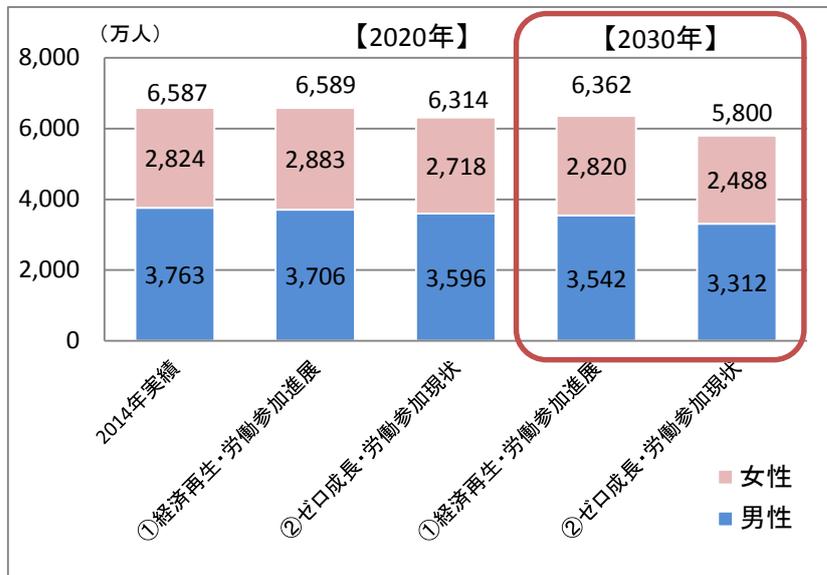
の787万人減少（▲12%）となりますが、「①経済再生・労働参加進展シナリオ」では、6,362万人の225万人（▲4%）の減少に留まることが示されました（図表6）。

また、労働力率<sup>注3</sup>の推計結果について、2014年（男女計）の59.4%から、「②ゼロ成長・労働参加現状シナリオ」は55.5%に減少しますが、「①経済再生・労働参加進展シナリオ」では、若年者・女性・高齢者が労働市場に参加することにより60.8%となり現状よりも上昇する推計が示されました。

注2：15歳以上の人口のうち「就業者」と「完全失業者」の合計値

注3：15歳以上人口に占める労働力人口の割合

(図表6) 労働力人口の将来推計について (2020年、2030年)



出所：厚生労働省「第5回 年金財政における経済前提に関する専門委員会」資料2より筆者作成

#### 4. 今後のスケジュール

専門委員会では、引き続き、平成31年の財政検証に向けた経済前提の確認が進められ、来年初旬には専門委員会の基本的な考え方が取りまとめられ、年金部会に報告される予定です。さらに、来年公表予定の内

閣府「中長期の経済財政試算」および独立行政法人労働政策研究・研修機構「労働力需給推計」を基に、専門委員会での議論が取りまとめられ、来年春頃には年金部会への最終報告が行われる予定です(図表7)。

(図表7) 財政検証のスケジュール

	年金部会	年金財政における経済前提に関する専門委員会	その他
平成30年4月以降	・専門委員会の報告①	・ヒアリング等(第3~5回) ・議論の整理	(独)労働政策研究・研修機構「労働力需給推計」(2015年) 内閣府「中長期試算」(2018年1月)
平成30年秋頃	・社会保障改革プログラム法の検討事項について議論 ①マクロ経済スライドのあり方 ②被用者保険の適用拡大 ③高齢期の就労と年金 ④高所得者の年金給付と課税等	(検討作業班) ・経済前提等パラメータ検討	
平成31年1月頃	・専門委員会の報告②	・基本的な考え方のとりまとめ	(独)労働政策研究・研修機構「労働力需給推計」公表 内閣府「中長期試算」公表予定
平成31年春頃	・専門委員会の報告③	・議論のとりまとめ	
平成31年春以降	・平成31年財政検証結果の公表		

出所：厚生労働省「第1回 社会保障審議会年金部会 (H30.4.4)」資料1より筆者作成

また、議論された経済前提を踏まえて、来年春以降には、平成31年財政検証結果が公表される見込みです。

一方、平成31年財政検証結果を踏まえつつ、「社会保障制度改革プログラム法」に規定された検討課題（図表8）を中心に、公的年金制度を長期的に持続可能な制度とす

るための見直しについて検討が行われ、必要な法改正等が実施されていくこととなります。

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

（図表8）社会保障制度改革プログラム法に規定された今後の検討課題

項目	概要
(1)マクロ経済スライドの見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デフレ経済下におけるマクロ経済スライドの在り方について見直しを検討</li> <li>・基礎年金と報酬比例部分のバランスについて検討</li> <li>・公的年金の給付を補うための私的年金支援を合わせて検討</li> </ul>
(2)短時間労働者に対する厚年適用拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・更なる適用拡大について検討</li> </ul>
(3)高齢期の就労と年金受給の在り方	<ul style="list-style-type: none"> <li>・支給開始年齢の在り方について検討</li> <li>（先進諸国の実施事例を参考に、一人ひとりの人生や社会全体の就労と非就労のバランスについて検討し、高齢者の働き方と年金受給の組合せについて検討）</li> </ul>
(4)高所得者の年金給付の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・老齢基礎年金について、その一部（国庫負担相当額まで）を調整する仕組みや、標準報酬の上下限の在り方、年金課税の在り方などについて検討</li> </ul>

出所：「持続可能な社会保障制度の確立を図るための改革の推進に関する法律」（平成25年12月5日成立、13日公布）（平成25年法律第112号）および厚生労働省「第1回 社会保障審議会年金部会（H30.4.4）」資料2-1（5頁）より筆者作成

<参考資料>

- 第5回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提に関する専門委員会資料

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000207188.html>

## 働き方改革「同一労働同一賃金」

### 労働契約法第20条に関する最高裁判決と企業人事への影響

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社  
組織人事ビジネスユニット 組織人事戦略部 乾 靖志

2018年6月1日、労働契約法第20条に関して争われた2つの事案（長澤運輸事件、ハマキョウレックス事件）について、最高裁は上告人の訴えを一部容認（手当の一部について、有期契約労働者へ支給しないことは不合理）する判決を下しました。

本判決により、有期契約労働者と無期契約労働者の労働条件に違いがある場合の不合理性は、賃金項目の趣旨を個別に考慮して判断すべきとしたことは重要であり、企業では、本判決に基づき、有期・無期契約労働者の労働条件の違いについての確認および必要に応じた人事制度改善が求められます。本稿では、本判決の考え方について解説します。

#### 1. 最高裁判決の概要

労働契約の基本原則を定める労働契約法の第20条では、期間の定めがあることによる不合理な労働条件を禁止しています。職務内容や責任等は同じであるにも関わらず、有期契約労働者と無期契約労働者の労働条件に違いがあることは同法同条に反するとして争われた2つの事案に対する最高裁判決が2018年6月1日に言い渡されました。

60歳定年後に嘱託社員として再雇用されたドライバーが、定年前後で職務内容等に変化がないにも関わらず、無期契約労働者と労働条件が異なることは、同法同条に違反しており不合理として訴えた「長澤運輸事件」は、1審においてこの差異を不合理とし、2審では不合理な差異ではないとし

て、異なる判決が下されていました。最高裁では、精勤手当の格差については不合理とし、被上告人は嘱託社員らに対して、それぞれ精勤手当相当額を支払う義務があると判断を下しました。しかし、基本給やその他の手当（住宅手当、家族手当など）、賞与についての訴えは棄却しました。

一方、契約社員のドライバーが、無期契約労働者のみに諸手当等が支給されるのは同法同条に違反し不合理として訴えた「ハマキョウレックス事件」においては、4つの手当（通勤手当、給食手当、無事故手当、作業手当）の格差を不合理とした高裁判決を支持し、さらに皆勤手当の格差も不合理との判断を下しました。

#### 2. 最高裁判決のポイント

最高裁判決における3つのポイントを解説します。1つめは、有期契約労働者と無期契約労働者の労働条件の違いが不合理と認められるか否かを判断する際は、労働者

の職務内容および配置の変更範囲並びにこれらに関する事情に限定せず、「その他の事情」も考慮して判断すべきとする労働契約法の第20条を確認し、定年退職後の再雇用

であることが「その他の事情」に該当し、考慮すべきものとして示されたことです。

定年退職後に再雇用された嘱託社員は、通常は長期雇用される予定はありませんし、定年退職するまでの間は無期契約労働者としての賃金を支給されています。また、一定の条件を満たしていれば、公的年金である老齢厚生年金の支給を受けられます。定年退職後の再雇用であることは、無期契約労働者との労働条件の相違を説明するための事情のひとつとして示されたものです。

2つめに、有期契約労働者と無期契約労働者の労働条件の違いが不合理か否か判断する際は、両者の賃金総額を比較するのみではなく、賃金項目の趣旨を個別に考慮すべきとした点が重要です。「ハマキョウレックス事件」では高裁において賃金項目ごとに

検討がなされていましたが、「長澤運輸事件」では高裁判決において、定年再雇用された者の賃金を減額することは社会通例であり、年収が2割前後減額されても直ちに不合理とは言えないとしました。これに対して最高裁判決では、賃金項目ごとに不合理か否かを考慮すべきであると明示されました。

3つめに、労働契約法第20条に違反したとしても、その効果として有期契約労働者の労働条件が無期契約労働者の労働条件と同じものになるのではなく、仮に無期契約労働者であれば支給されたであろう手当相当額の損害を被ったとして、損害賠償を請求できるとしました。労働基準法を下回る労働条件を定めても、その部分は無効になり労働基準法の定めが適用されますが、そのような効力はないとしています。

### 3. 企業人事における対応

厚生労働省「高年齢者の雇用状況調査(平成29年)」によれば、60歳以降の雇用確保措置として、約8割の企業が継続雇用制度(再雇用制度など)を採用していると回答しています。継続雇用制度では、60歳定年時よりも賃金水準を減少させるケースが多いと推察します。「長澤運輸事件」では、職務内容等は定年前後で変えずに、60歳定年時の賃金よりも減額して再雇用する運用が全面的に否定されることにはなりませんので、企業人事の実務における混乱は短期的には回避されたものと思われれます。

しかし、同最高裁判決の理由を丁寧に読むと、同社は嘱託社員の収入の安定に配慮するとともに、労務の成果が賃金に反映されやすくするような次の①～③の工夫を行っており、判決においてもこれらの事情が

考慮されたように見受けられます。①労働組合との団体交渉を通じて、嘱託社員の基本賃金を増額し、歩合給の係数を嘱託社員に有利に変更した、②嘱託社員の基本賃金・歩合給と無期契約労働者の基本給、能率給および職務給を合計した金額差異は2～12%に留まる、③労働組合との団体交渉を通じて、老齢厚生年金の報酬比例部分が支給されるまでの間、調整給として2万円を支給していた、の3点です。

従って、定年退職後の嘱託社員という理由だけをもって著しく低い賃金水準で雇用することは許容されない可能性もあります。定年退職後の嘱託社員と無期契約労働者の賃金水準の違いについて、説明可能性を高める努力や工夫が企業には一層求められると考えます。定年退職後の再雇用制度を改

善するだけでなく、定年後に担う職務や異動条件等を再定義して無期契約労働者の職務や異動条件等との違いを明らかにすることも不可欠です。

また、有期契約労働者と無期契約労働者の労働条件に違いがある場合は、賃金項目ごとに、それが不合理ではない理由を明確に説明できるようにしておく必要があります。賃金項目ごとに点検を行い、説明可能性が低い賃金項目を明らかにし、その上で、必要な対策を講じることが必要となります。

具体的には、無期契約労働者と有期契約労働者の賃金項目を一覧化し、両者で同じ賃金項目があれば同じものとして認識します。次に各賃金項目について就業規則等から支給の趣旨を確認し、その支給内容を整理します。規程上の定めと実際の運用が乖

離している場合があるので、運用実態も踏まえて整理することが大切です。

無期契約労働者と有期契約労働者の賃金項目や支給内容に差異がある場合、その理由を説明できるか否かを確認します。①職務内容、②異動範囲、③その他の事情、のいずれに当てはまるのかを意識しながら説明の理由を検討します（図表 1）。

両者の労働条件の違いが不合理ではないとする理由付けが困難な賃金項目については、有期契約労働者に対して手当を支給するなど、人事制度上の対応策を検討します。無期契約労働者に支給している手当を廃止して基本給へ統合し、有期契約労働者の賃金項目との統一性を担保するケースも考えられますが、大規模な人事制度改正となる可能性が高いため、慎重な検討が必要です。

（図表 1）労働条件の差異についての整理表（イメージ）

賃金項目	支給の趣旨	支給内容	支給対象		差異がある場合の理由			備考
			無期	有期	①職務の内容	②配置の変更の範囲	③その他の事情	
職能給	職務遂行能力の高さに応じて支給する	職能遂行能力によって格付けられる職能資格制度の資格及び人事考課に基づき支給額を決定する（職能給表を参照）	●		契約社員は定型業務を担い、正社員とは職務内容が異なる	正社員は全国転勤の可能性がある	…	
○○○	…	…		●				
□□手当	…	…	●					
△△手当	…	…	●					

（出所）三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング作成

#### 4. おわりに

本稿では、労働契約法第 20 条に関する最高裁の初判決について触れ、企業人事における影響等について解説しました。有期・無期契約労働者が同じ職務を担っており、両者の労働条件に差異がある企業においては、その違いが不合理ではない理由を説明

できるか否かの確認を行うことが必要となります。

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

## ポータビリティ拡充に関する事務取扱 その 2

### DBの中途脱退者に対する説明事項等について

年金カスタマーサービス部 管理事務サービス課 坂野 恵

前号では、平成 30 年 5 月 1 日に施行されたポータビリティの拡充に関する法改正の概要と、DB 脱退一時金相当額の移換対象者の拡大に関する事務取扱いについて解説しました。

今回は、ポータビリティの具体的な事務フローおよび移換元 DB の中途脱退者に対する説明事項、移換先 DB の資格取得者に対する説明事項などについて解説します。

#### 1. 中途脱退者に対する事務の流れ

前号で説明したように、ポータビリティの拡充（平成 30 年 5 月 1 日施行）に伴い、DB の中途脱退者の定義が変更され、全ての脱退一時金の受給権者は、脱退一時金相当額を他制度へ移換する権利を有することとなりました。

しかし、中途脱退者の資格喪失時点では、移換の意思表示をすることが困難な場合があります。例えば、資格喪失時点では、まだ再就職先が決まっていなかった場合や、再就職先は決まっているものの、再就職先の企業年金制度（厚生年金基金または確定給付

企業年金など）での資産の受入可否が分からない場合などです。

このような場合でも、ポータビリティの仕組みを活用できるように、DB の中途脱退者には、資格喪失時から 1 年間の選択猶予期間が与えられています（平成 28 年 7 月 1 日施行により移換先 DB・DC の資格取得 3 カ月以内の制限が削除され、資格喪失から 1 年を経過する日までの期間で移換が可能となりました）。DB の中途脱退者に対する事務取扱い手順は、図表 1 のとおりです。

(図表 1) DB の中途脱退者に対する事務取扱手順

実施主体	事務取扱い
移換元 DB 事業主	① 中途脱退者に対して必要な説明事項(次頁参照)を案内
中途脱退者	② 脱退一時金相当額の受取方法を選択 ※資格喪失時点で他制度へ移換するか否かを確定できない場合は、「1 年後に脱退一時金を受給する」、「1 年後に企業年金連合会へ移換する」、「支給を繰下げる」の何れかを選択し、その選択結果を変更するときは資格喪失時から 1 年以内にその旨を移換元 DB 事業主に申し出ます。
移換元 DB 事業主	③ 中途脱退者の選択結果に従い、事務手続き(脱退一時金の給付・繰下げまたは他制度への移換)を実施

出所：筆者作成

## 2. 移換元 DB 事業主の中途脱退者への説明

中途脱退者等に対しての移換元 DB 事業主の説明義務（確定給付企業年金法施行令 50 条の 4）および説明事項（確定給付企業年金法施行規則 89 条の 5）は法令で定められています。今回のポータビリティ拡充に伴い、説明事項が一部追加されました（図表 2 に下線を付しています）。

移換元 DB 事業所の人事（総務）担当者

に、中途脱退者に対するポータビリティの説明を委任している場合は、図表 2 に記載の事項を必ず説明するように周知する必要があります。また、説明する人事（総務）担当者が複数いる場合は、中途脱退者の権利義務を保護する観点から、全ての担当者が同じように説明できるようにすることが求められます。

（図表 2）移換元 DB が中途脱退者に説明しなければならない事項

No.	説明事項
①	・移換申出期限（資格喪失から1年以内）
②	・脱退一時金相当額（本人拠出相当額を含む）およびその算定の基礎となった期間（ <u>開始日および終了日を含む</u> ）
③	・資格喪失者が次の選択肢を有すること。ただし、資格喪失から1年以内に老齢給付金の受給権を取得することとなる者にあつては、その旨および移換が行われなかった場合は老齢給付金（年金又は一時金）を受給すること < 選択肢 > ア. 脱退一時金として受給 イ. <u>脱退一時金を繰下げ（規約に定めている場合に限る。）</u> ウ. 再就職先の厚生年金基金制度へ移換（再就職先の制度に受入規定がある場合に限る） エ. 再就職先の DB へ移換（再就職先の制度に受入規定がある場合に限る） オ. 再就職先の DC へ移換（DC へ移換した場合は支給開始年齢まで受給できないことに留意） カ. 企業年金連合会への移換 キ. 国民年金基金連合会（個人型 DC）へ移換 ク. 資格喪失日から1年を経過した時に脱退一時金を受給（規約に定めている場合に限る） ケ. 資格喪失日から1年を経過した時に企業年金連合会へ移換（規約に定めている場合に限る） ※上記ク、ケを選択した者が他制度への移換または脱退一時金の受給を希望する場合は、移換申出期限内に移換元 DB 事業主に移換申出書を提出しなければならないことに留意
④	・企業年金連合会及び国民年金基金連合会の制度の概要、手数料、連絡先
⑤	・税法上の取扱い（脱退一時金は退職所得控除となること、本人拠出相当額は DB では拠出時に課税、給付時に非課税となるが、厚生年金基金制度または DC へ移換した場合は給付時に課税となること）

出所：厚生労働省通知（平成 30 年 1 月 11 日）「確定拠出年金法等の一部を改正する法律の一部の施行等に伴う企業年金関係通知の一部改正について（年企発 0111 第 1 号）」より筆者作成

移換元 DB 事業主が中途脱退者に対して説明する上での留意点が 2 つあります。

1 つ目は説明手段です。図表 2 の説明事項について、法令上では説明手段まで定め

られていませんが、全ての説明項目を漏れないよう説明することが求められており、証跡を残す意味においても、中途脱退者に対して書面を交付して説明することが良い

と思います。説明の実施状況は、地方厚生局による行政監査における確認事項となります。また、中途脱退者が選択肢等の説明を受けたことおよび選択結果を明確にするためにも、中途脱退者から「選択書」などを提出して貰うことをお勧めします。

2 つ目は、中途脱退者が資格喪失時点で移換の意思を表明できない場合の対応です。中途脱退者は、図表 2 の③に記載した選択

肢を有しますが、資格喪失時点で選択できない場合でも、規約に基づき資格喪失時点で「1 年後に脱退一時金を受給する」、「1 年後に連合会へ移換する」、「支給を繰下げる」の何れかを選択する必要があります。

その後、選択肢が確定した時点で、DB 事業主に申し出ることになります。「未選択」を許容すると、規約と異なる取扱いとなりますので、留意が必要です。

### 3. 移換先 DB 事業主の中途脱退者への説明

次に、移換先 DB 事業主が資格取得した加入者に対して説明しなければならない事項について解説します。他制度から脱退一時金相当額を受入するか否かは任意ですが、受入を行う旨を規約に定めている場合には、脱退一時金相当額を移換する選択肢を有する資格取得者に対して、図表 3 の事項を説明する必要があります。移換元 DB 事業主での説明と同様に、対象者に対しては書面

を交付して説明することをお勧めします。

また、他制度から脱退一時金相当額を移換した加入者が資格喪失して一時金等を支給する際は、移換先 DB が受換した年月日、金額、移換先 DB の加入者期間に算入された期間を通知書の送付によって通知しなければなりません。脱退一時金相当額を受入について検討する場合は、これらの事務が発生することも考慮する必要があります。

(図表 3) 移換先 DB 事業主が資格取得者に説明しなければならない事項

No.	説明事項
①	・給付に関する事項(資格取得者の予想給付額等を含む)
②	・移換申出期限(移換元 DB の資格喪失時から 1 年以内)及び当該申出の手続き
③	・移換先 DB の加入者期間に算入する期間及びその算定方法
④	・移換先 DB の加入者期間(または移換先 DB の加入者期間が 1 年未満で資格喪失する場合は、脱退一時金相当額の算定の基礎となった期間を通算しない旨およびその概要)
⑤	・税法上の取扱い
⑥	・制度変更を検討している場合であってその内容を既加入者等に説明している場合は同様の内容

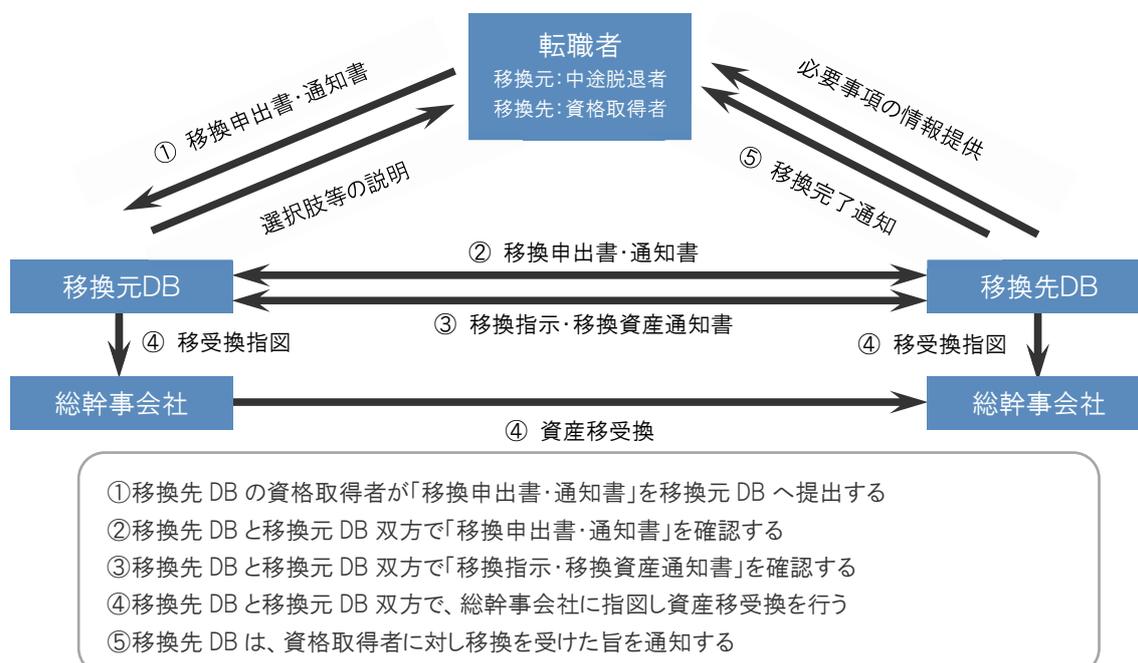
出所：筆者作成

### 4. 中途脱退者の選択に基づく手続き

最後に、移受換の事務フローについて説明します。中途脱退者から他制度へ脱退一時金相当額の移換申出があった場合は、移換元 DB 事業主は、中途脱退者(資格取得

者) および移換先 DB 事業主と連携して手続きを行います。移換元 DB から移換先 DB への脱退一時金相当額の移換申出の事務フローは図表 4 のとおりです。

(図表 4) DB 間における移受換の事務フロー



出所：筆者作成

制度間の移受換を行う上での主な留意点は 3 つです。1 つ目は、移換スケジュールです。中途脱退者が資格喪失した時点で受取方法を選択した場合は、その選択結果（選択書）に従って脱退一時金の支給・繰下げ、他制度へ移換等の手続きを行うこととなります。資格喪失日から 1 年間の移換申出期限直前に移換の申出があった場合は、移換先 DB 制度とスケジュールの協議をすることをお勧めします。

2 つ目は支給の繰下げによる利息の考え方です。「支給の繰下げ」を選択した中途脱退者が、資格喪失日から 1 年以内に他制度への移換を申し出た場合は、資格喪失時の脱退一時金に繰下げ中の利息を合算した額を移換することになります。ただし、これは支給の繰下げを申し出ることができると規約に定められている中途脱退者に限定されます。

3 つ目は、中途脱退者本人の申出が必要であることです。「脱退一時金の支給」「支給の繰下げ」「他制度への移換」は何れも本人の申出に基づいて行われます。例えば、資格喪失時に、「1 年後に脱退一時金を支給」や「1 年後に企業年金連合会へ移換」を選択した場合は、選択結果に従って 1 年後に脱退一時金相当額の給付や移換を行うことができますが、未選択または申出書が未提出の場合は、移換元 DB が強制的に給付や移換を行うことはできません。

以上、ポータビリティの拡充に伴う実務について解説しましたが、改めて法改正内容を確認頂き、事務運営の点検として頂ければ幸いです。

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

## 株式報酬制度の会計処理 その 1

### ストック・オプションの会計処理の概要

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

日本でも広く利用されている報酬制度の 1 つとして、株式を報酬とする「ストック・オプション」があります。かつて米国では、報酬制度でありながら費用を計上しない会計処理が行われていたが、その弊害等が指摘され、2004 年に費用計上を行う現状の会計処理に見直されました。

今回より、株式を対価とする報酬制度(ストック・オプションなど)の会計処理について、3 回にわたって解説します。今回は、「ストック・オプション」の会計処理について説明します。

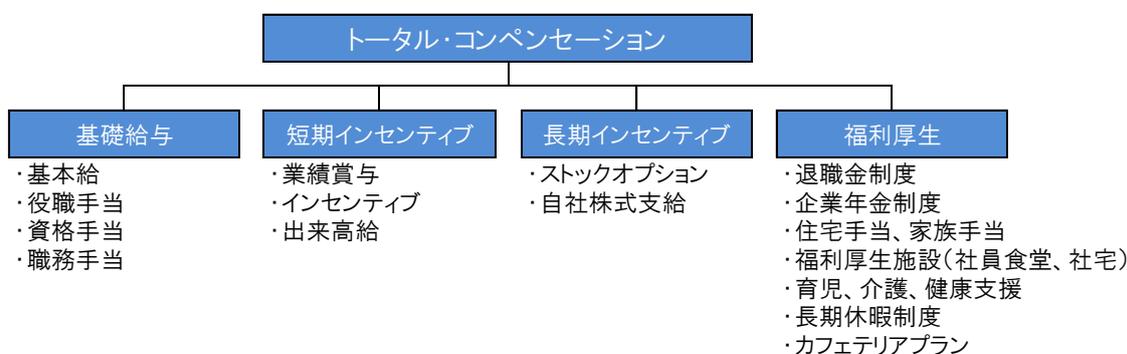
日本では、2005 年に「ストック・オプション等に関する会計基準」が定められ、公正な評価単価(公正価値)で測定したストック・オプションの額を、権利確定までの期間で費用計上し(同額を純資産の部に新株予約権として計上)、その後、実際に確定した行使価額との差額を処理します。権利行使期間の終了後には、失効した額との差額を調整することとなります。

#### 1. ストック・オプションとは

近年、企業の従業員に対する報酬戦略として、報酬と福利厚生を一体として考えようとする「トータル・コンペンセーション(総額報酬管理)」が行われるようになっていきます。通常、報酬は従業員に対する金銭(基礎給与、賞与、各種手当金、退職金制度)として支払われますが、金銭以外で支払われる報酬もあります(図表 1)。

例えば、「カフェテリアプラン」<sup>注1</sup>は、付与されるポイントに応じて従業員が自分で希望するサービスの提供を受けることができますし、一定期間の勤務と引き換えに長期休暇を取得できる福利厚生制度もあります。また、報酬として株式や新株予約権を付与する「ストック・オプション」などもあります。

(図表 1) トータル・コンペンセーション(総額報酬管理)の概念



出所：筆者作成

ストック・オプションは、企業の経営者や従業員に対して、将来の特定の期間内に当該企業株式を企業から取得する権利を付与する制度です。米国では、古くから実施されていましたが、1990 年代以降に普及し、日本では 1997 年の商法改正により導入が認められた制度です。

ストック・オプションは金銭の支払いによらない報酬制度ですが、ストック・オプションの権利を付与された従業員等（取締役、執行役、監査役等を含む）は、一定期間の勤務や一定の業績など予め設定された要件を充足すると権利が確定します。なお、ストック・オプションの行使価格は権利付与時に定められます。

例えば、ストック・オプションの行使価格が 1 個 1,000 円、ある従業員に与えられるストック・オプションの対象となる株式数が 100 株（1 個で 1 株購入可能）だとします。権利確定時に株価が 1,500 円に上昇していた場合、権利を行使して 10 万円払い

込めば、時価 15 万円の自社株式を取得することができます。

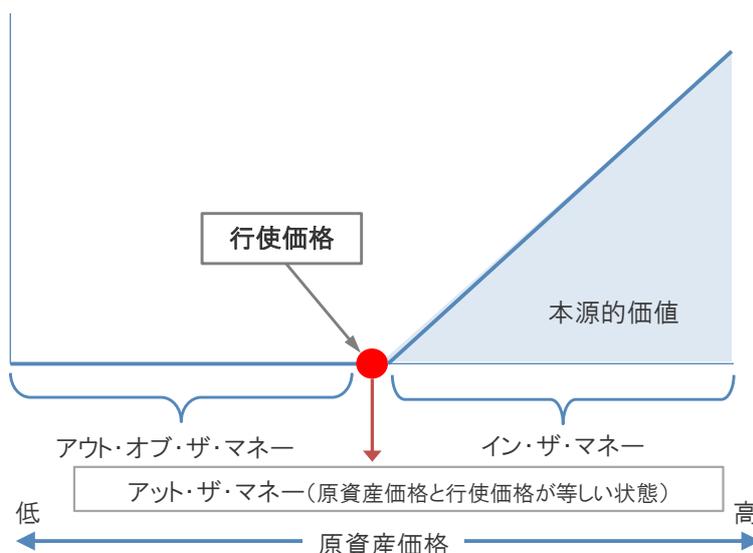
「株式の時価（原資産価格）＞行使価格」のように利益が出る状態のことを「イン・ザ・マネー」と言い、「株式の時価（原資産価格）＜行使価格」のような損失の状態を「アウト・オブ・ザ・マネー」と言います（買う権利を与えるコールオプションの場合です。売る権利を与えるプットオプションの場合はこの関係が逆になります）。

上記のケースは、「時価（原資産価格）1,500 円＞行使価格 1,000 円」であるため、イン・ザ・マネーです。なお、原資産価格と行使価格との差 500 円は、本源的価値<sup>注2</sup>と呼ばれます（図表 2）。

注1：カフェテリアプランとは、企業が従業員に対して一定の福利厚生サービスメニューを提示し、従業員がそのメニューの中から、自分で希望するサービスを選べる福利厚生制度のこと。

注2：厳密には、行使して価値がある場合に、その価値を本源的価値と言います。したがってアウト・オブ・ザ・マネーの場合の本源的価値は 0 となります。

（図表 2）オプションの行使価格と原資産価格の関係



出所：筆者作成

権利が確定した後、「イン・ザ・マネー」であれば権利を行使して払い込みを行い、「アウト・オブ・ザ・マネー」であれば、権利を行使しません。従業員等にとっては利益となることはあっても、損失は生じないため、インセンティブとなります。

一方、会社としては、権利確定について勤務期間や業績などの一定の要件を付与す

ることで、人材の定着化や生産性向上などの人事的效果が期待できます。さらに、従業員等が自社株式を保有することにより、安定株主の増加にも繋がります。

なお、これ以外にストック・オプション導入による、メリットとデメリットをまとめると、図表3のようになります。

(図表3) ストック・オプション導入による、メリットとデメリット

メリ ット	・手元に現金が不要であり、財務上の余裕資金がなくてもよい
	・株価に基づく報酬であり、企業(株主)と従業員(権利付与者)の目標が同じとなる
	・株価上昇局面では、権利付与者の士気向上が期待できる
	・権利付与者に対して人材流出の防止効果がある(ただし、権利行使まで)
	・税務上による税金節約
デメ リット	・オプション行使により多額の報酬を手にした人材が流出するリスクあり
	・不況等により株価が低迷すると、従業員のモラル低下リスクあり
	・付与基準が不明確な場合、不公平感による従業員のモラル低下が発生
	・株式数の希薄化により既存株主の経済的損失の可能性あり
	・ストック・オプションの行使社員とできなかった社員との二層化が発生

出所：筆者作成

弊社とウイリス・タワーズワトソン (NASDAQ: WLTW) の共同調査による「株式報酬の導入状況 (2017 年 8 月)」<sup>注3</sup>によると、全上場企業ベース (約 3,600 社) で、①2016 年 7 月から 2017 年 6 月までの 1 年間にストック・オプションを付与した企業は 643 社 (2016 年は 628 社)、②2016 年調査でストック・オプションを付与した 628 社中 450 社が 2017 年にも付与 (継続率 72%)、

③2017 年 6 月末時点の全上場企業の約 5 割が過去に 1 度以上、ストック・オプションを実施、という結果が出ています。日本でも多くの企業が実施している状況と言えます。

注3: 三菱 UFJ 信託銀行株式会社 (2017 年 8 月) 「株式報酬の導入状況」

([https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr\\_consulting/pdf/governancecode\\_ja\\_201708.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr_consulting/pdf/governancecode_ja_201708.pdf))

## 2. 米国における状況と会計基準

ストック・オプションの会計基準に関しては、米国基準、IFRS (国際会計基準) とともに、現在のような基準が適用されたのは 2004 年です。日本基準については 2005 年 12 月に基準が確定し、適用は 2006 年 5 月

の会社法施行日以降となっています。

前述の通り、米国では 1990 年代以降に広く普及しましたが、当時は現在のような会計基準ではなかったため、問題が生じていたと言われています。1990 年代の米国の状

況を振り返ります。

米国におけるストック・オプションの会計処理については、1948年に米国会計士協会が公表した会計調査広報第37号があり、その後1972年にAPB（会計原則委員会）から提示された意見書第25号（APB25）が一般に公正妥当と認められる基準となっていました。意見書第25号では、ストック・オプションについて費用を計上することを求めていました。しかし、オプションの価値を権利付与日の本源的価値で評価することとしていたため、実質的に費用が計上されることはありませんでした。なぜなら、当時は権利行使価格を権利付与日の株価とすることが多く、この場合には本源的価値（株式の時価と行使価格との差額）はゼロとなるため、結果的に費用を計上する必要がなかったためです。

その後、1995年にFASB（米国会計基準委員会）がSFAS123号（Accounting for Stock-Based Compensation）を公表しました。SFAS123号では公正価値に基づいてストック・オプションの価値を測定し、費用認識を求めようとしていました。しかし、ハイテク産業を中心に産業界からの反発が大きく、結局、SFAS123号では公正価値に基づく評価を強制適用せず、SFAS123号を適用した場合の影響（SFAS123号を適用した場合のストック・オプション費用と当期利益及び1株当たり純利益）を開示することを条件に、意見書第25号を適用することを認めました。

当時の米国では、ハイテク産業を中心にストック・オプションが利用されましたが、費用計上に強く反対した理由は次のようなものであったと思われます。

当時、ハイテク産業が成長段階にあり、事業への投資資金を確保するため従業員等の現金給与を抑制し、かつストック・オプションを報酬として付与していました。給与を抑制する一方でストック・オプションを費用計上しなければ、利益が上積みされることになり、結果的に株価上昇が期待できます。このため、従業員も現金給与よりストック・オプションを望んだと考えられます。こうした状況のため、公正価値に基づく評価を行い、費用認識を行う会計基準の導入に強く反発したことには納得がいきます。

その後、米国基準で費用認識が必要となった背景には、ストック・オプションがもたらした弊害がクローズアップされたことが大きかったようです。2000年代初頭に起こったエンロンなどの不正会計事件では、不正が行われた裏で経営者がストック・オプションで多額の報酬を受けていた事実が明るみに出ました。ストック・オプションで利益を得る条件は株価の上昇であり、そのためには業績が右肩上がりであり、伸びていくことが必要です。一連の不正会計事件では、目先の経営成績を良く見せるために粉飾を行っていたことが明らかになり、社会的に強く非難されました。これがストック・オプションの会計基準の見直しにつながった原因の1つであったと考えられます。

ストック・オプションの費用認識については、日本基準の公開草案公表後の意見募集でも、不要であるとの意見がありました。具体的には、①現行の会計基準の枠組みでは、単に新旧の株主間に富の移転が生じるだけの取引で費用認識を行っていないこと、②費用認識はいずれ会社財産の流出につな

がるものだが、ストック・オプションは付与時点あるいは提供されたサービスを消費する時点でも会社財産の流出がないこと、などの指摘です。

これらの指摘に対して日本基準では、①企業は何らかの効果을期待し、その対価としてストック・オプションを付与していること、また、②会社財産の流出は費用の計上に必須な要件ではないと結論づけ、ストック・オプションの費用化を支持しました。

現実問題として、ストック・オプション

が実際に行使されると新旧の株主の間に富の移転が起こり、それを回避しようとする一定のコストがかかると考えられます。例えば、ストック・オプションによって株式の希薄化が起こると、既存株主は不利益を被ります。この不利益を回避するために自社株買いを行うと、自社株買いを行うための資金流出あるいは資金流出に伴う投資機会の喪失などが企業にマイナスの影響をもたらすこととなります。これらは実質的なコストと言えます。

### 3. ストック・オプションの会計処理

報酬に関する会計基準は、従業員が提供したサービス（勤務）の対価として費用を認識するというのが基本的な考え方です。報酬のうち給与に関しては、提供されるサービスと支払われる報酬額の対応関係が明確であり、給与の支払額や手当の額が確定する時点と支払時期がほぼ一致するため、支払額を費用とすることで問題も生じません。賞与についても、発生した費用の見込額と支払額に顕著な差が発生することはない、会計基準で特段の規定はありません。

しかし、ストック・オプションや退職給付については、①発生する費用の総額をどう把握するのか、②把握した費用総額を各勤務期間にどのように按分するのか、③費用把握のための予想・前提と実績との差をどのように処理するのか、などの問題があります。従って、会計基準では数値の客観性を確保し、会社間での比較可能性を高めるために、これらの方法について規定することが必要となります。

日本におけるストック・オプションの会計処理では、権利確定日以前の会計処理と

権利確定日以後の会計処理に分けられます。権利確定日以前の会計処理では、①権利付与日時点でストック・オプションの公正な評価単価を算出し、②権利確定日以前の期間でストック・オプションの取得状況に応じて費用（ストック・オプションの公正な評価単価とストック・オプションの数および期間で算出）を計上します。なお、取得状況には退職等による失効を織込みます。また、③費用に対応する金額は、ストック・オプションの行使または失効が確定するまでの間、貸借対照表の純資産の部に新株予約権として計上します。

さらに、④権利確定日には、ストック・オプション数を権利が確定したストック・オプション数（権利確定数）に一致させます。その結果生じた「権利確定日までに費用として処理された額」と「権利確定数と公正な評価単価に基づいて計算された費用処理すべき額」との差額は、権利確定日の損益として計上します。

権利確定日以降の会計処理は、⑤新株予約権として計上した額のうち権利行使に対

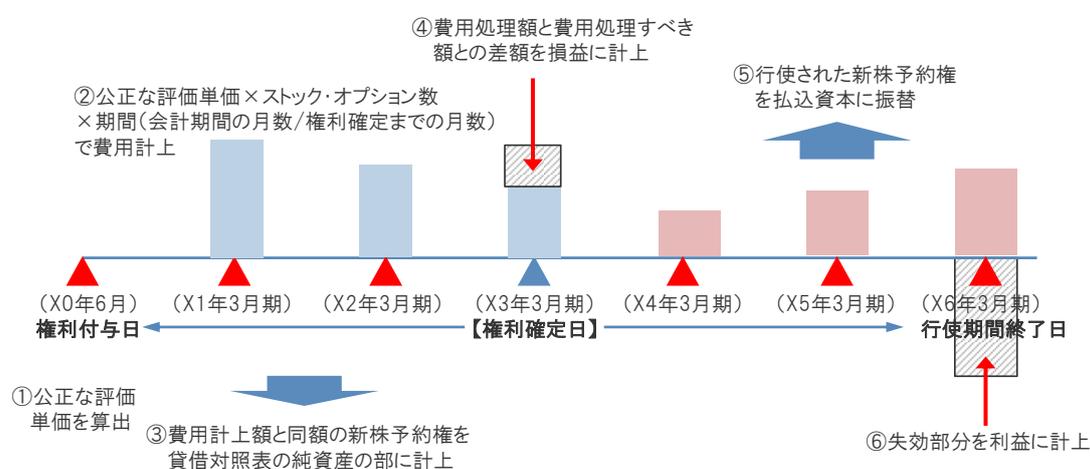
応する部分を、払込資本に振替処理を行います。最後に、権利行使期間が終了し、権利不行使による失効が生じた場合には、⑥新株予約権として計上した額のうち失効に対応する部分を利益として計上します。以上が、ストック・オプションに係る会計処理の流れとなります（図表4）。

また、権利行使期間中にストック・オプ

ションの条件変更が行われたり、失効数や退職者の見積り変更が行われたりする場合もあります。このような場合の会計処理については、具体的な数値例も含めて、次回に解説したいと思います。

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

（図表4）ストック・オプションに係る会計処理の流れ（3月決算の例）



出所：筆者作成

## 投資のホライズン その 13

### 「長期投資家と長期投資」 企業価値の増大

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号では、DB年金の果たすべき役割の中で、「経営者の視点」について解説しました。今回は、DB年金の要望に沿って運用会社に行動してもらうために、DBの運営主体の方策について解説します。

DB年金の運営主体が、(公開)株式運用である投資先企業の「企業価値」増大による成果(株主価値・株価の増殖)の享受を目指すことは、企業年金制度の加入者・受給者等への職責を果たすことに繋がります。そして、「企業価値」増大という共有する目的のため、アセットオーナーと投資先企業の経営者は「協業」できるはずですが、問題はどのように目的を達成するかという「条件」を調整できるかにあります。

#### 1. DB年金が経営に望むこと

DBの運営主体が経営に望みたいと思うことは、恐らく数多くあることでしょう。しかし、本稿では、敢えて最も根本的と考えられる1つに絞り込み、経営者がこの要求を達成することを、当該企業の株式を保有する「必要条件」とします。そして、この要求の実現手段とその成果配分に関する懸案事項を「十分条件」とします。すなわち、DBの運営主体は、経営者が要求を実現しさえすれば良いという姿勢ではなく、その実現の仕方についても、実現の継続性という観点から関心を寄せるといことです。DBの運営主体は、必要にしてかつ十分な条件が揃う「質の高い」状態を、加入者・受給者等のために求めるからです。

#### 2. 株式を保有する必要条件

「企業の存続・成長・発展のための、長期的・持続的な企業価値(キャッシュフロー)の創造」。このことは、運営主体が経営

なお、前号で言及したとおり、運営主体(アセットオーナー)の用意する「要望」は、具体的・個別的なものではなく、俯瞰的(ハイ・レベル)で汎用性の高い性格のものとならざるを得ません。そして、この「要望」に基づき、DBの運営主体と対話した結果を個々の投資先(候補)企業に合った、具体的かつ個別的な対話・提案計画に落とし込む作業は、個々の経営者と実際に対話する運用者(アセットマネジャー)の仕事です。このようなDBの運営主体と運用者の「分業・補完」に基づく「協業」は、委託運用制とDB年金側のリソース制約という現実から要請される、創意工夫であると考えます。

者に伝えたい最も根源的な要求であり、かつ、経営者の自覚する「経営目的」でもあると考えます。

従って、対話の第一歩として、「経営目的」に関する認識を共有しているとのメッセージを経営者に伝えるものです。

そして、目的認識を同じくする者として、経営者の目的の実現追求へのサポーター

### 3. 経営目的の認識

根本的な経営者の責務として、経営者自身も考え、願うであろうことは、「企業それ自体を存続・成長・発展させる経営を行う」ことであり、その事をおしての「社会への貢献」であると考えます<sup>注1</sup>。

そして、これを具現する能力にこそ、「企業価値」の本質・源泉があり、具現化できる力のある企業こそが、世間・社会から価値を持つ会社として高い評価を受けることになるのです。この世間・社会の評価は、「企業を存続させる」、言葉を変えれば「企業の存続が許される」ための大変重要な要素となることは確かでしょう。

ピーター・ドラッカーは、次のように言っています。「傲(おご)ってはいけません。企業は、社会によって存在させてもらっている存在なのです<sup>注2</sup>。」

従って、ゴーイング・コンサーンとして「経営とは、企業自らの価値・自社の価値(『企業価値』)を高める力をつける・磨くための、不断の努力の営みに他ならない」と考えられるでしょう。

一方、株式を保有する DB 年金の運営主体としても、長期的には、「企業価値」、「株主価値」、「株価」の三者間の相関は強いと考えられるため、「企業価値」の長期的・持続的創造は大歓迎すべきであることは言うまでもありません<sup>注3</sup>。保有株式の長期的価値増殖は年金資産の増加に寄与し、DB 年金

(もちろん、「無前提」というわけではありませんが)として、その実現方法、その成果のステークホルダー間での分かち合い、について話し合いたい、との意図・姿勢を明確に伝える必要があると考えます。

の受給者・加入者等の利益になるからです。

また、短・中期では、周知のとおり、受給の変化等の枚挙にいとまがない、「企業価値」とは別の要因が、株価を動かします(三者間の相関が弱いということです)。このため、おとなしい「企業価値」の動きと、ランダムな「株価」の動きとの乖離は激しくなり、株価とその変動予測は格段に難しくなるのが普通です。このような状況下で、不安にかられずに、株式保有を継続ないしは、そのことを支持できるかは、偏(ひとえ)に経営者の長期的な価値創造推進力への信頼にかかっていると言っても過言ではありません。

従って、DB 年金の運営主体にとって、保有株式の長期的価値増殖に向けて、経営者の行動をサポートすることは(繰り返しになりますが、「前提なし」ではありません)、実は、自らの責務とも考えられるのです(委託運用であろうがなかろうが、道理として変わりはありません)。これは基本に立ち返って、会社の株式を保有するということは、「数ある上場企業の中から、その会社を選び、その会社の将来の成長に期待して、年金資産からお金を預けることである」と思えば、極めて納得できることではないでしょうか？

この「必要条件」と考える要求それ自体は、要求を受ける経営者にとって、特段異

存はないものでしょう。

なお、DB 年金の運営主体との意見の違いが出る可能性があり、従って対話の必要性が生じるのは、価値創造に際して、どのよ

うなアプローチをするのか、そして、創造の成果をどのように配分するのか（何に、誰に、どのくらい割り当てるか?）、という「十分条件」の方だと思われます。

#### 4. 価値創造のモノサシ

一般的には、「企業価値は、企業が生み出す将来のキャッシュフロー（以下、「CF」）の割引現在価値」と定義されます<sup>注4</sup>。従って、経営者の責務は「長期に CF を最大化する」ことであると言われることとなります。

「企業価値」の創造を測るモノサシは、「発生主義」や選択した処理方法の影響がおよぶ会計上の「利益」ではなく、待ったなしの「CF」とされています。

ここで注意が必要なのは、この文脈における CF とは、一定期間における「お金の出

入り」を意味する一般的な CF（お金の流れ）ではなく、「フリー・キャッシュ・フロー」（以下、「FCF」）と呼ばれる CF を指しているということです。そして、よく耳にするのは、FCF とは「企業が自由に使えるお金」のことですが、DB の運営主体（投資家）としては、「経営者が投資家（株主・債権者）から、企業のゴーイング・コンサーンを前提に、企業価値の向上を目指して使うことを任されたお金」のことだと、経営者向けに修正を望みたいところです。

#### 5. FCF と企業のステークホルダー

実は、FCF は、企業の決算書の一つである「CF 計算書」には、明示的には登場しません。そこに登場する CF は、次の3つです。

(1) 企業の営業活動から流入・支出したお金である「営業活動による CF」（以下、「営業 CF」）、(2) 企業の投資活動から流入・支出したお金である「投資活動による CF」（以下、「投資 CF」）、(3) 企業の財務活動から流入・支出したお金である「財務活動による CF」（以下、「財務 CF」）。

FCF は一般的に、営業 CF と投資 CF の合計として定義されますので、(1) + (2) として求められます。そして、このことが、「FCF は「企業の事業のみによる CF 創出能力」とみなし得るといふ」、興味深い性格を与えることとなります。なぜなら、借入等で得た財務 CF（事業活動で獲得したもの

ではない CF）の影響が排除されているからです<sup>注5</sup>。

そして、この FCF は、企業の価値創造プロセスと同時に、その成果である FCF の配分プロセスをも示してくれます。このことは、次のように企業の事業活動を単純化して見ると、ごく簡単に確認できます。

＜企業の事業活動＞

- ① 顧客に受け入れられる価値を提供（販売）
- ② その対価の獲得（売上金）
- ③ 仕入先・取引先への配分（代金支払）
- ④ 従業員への配分（給与・賞与等々）<sup>注6</sup>
- ⑤ 債権者（金融機関・社債投資家など）への配分（利払）
- ⑥ 国・地方自治体への配分（納税）
- ⑦ 株主への配分（配当・自己株式取得などは最後です）

運営主体には、従業員に対する配分には、給与・賞与等のみではなく、退職給付（後払いの労働対価）も含まれるとの認識が求められます。経営者には、従業員の家族も従業員とワンセットで認識されることでしょう。①～⑦は、次の重要なポイントを再確認させてくれます。

- ⑧ 上記の登場者が、企業の価値創造に貢献したことへの対価として配分を受取り
- ⑨ 国・地方自治体以外は明示できていませんが、企業が事業展開する社会・コミュニティも、価値創造に寄与していると考えることを忘れてはなりません。資源や環境なども当然のことながら含まれ、従って、明示的・非明示的に対価を受取る、あるいはそのオプション行使権利を保有していると考えられます。これは、ゆめゆめ無視のできないことで、先ほどのピーター・ドラッカーの言葉を思い出します。

## 6. ステークホルダーとシェアホルダー

ここで当たり前のことを述べます。上述のような構図において、株主が自分への配分だけを増やすことを要求したとします。先ほどの式を変形すると、「 $f$  (株主価値) = 企業価値 -  $f$  (株主以外のステークホルダー価値)」となりますので、それを実現するためには、次の2つの手段があります。①「企業価値」を増やす、または、②「株主以外のステークホルダー価値」を極力削減する。

単純化してはいますが、原理的にそうなることは明らかです。そして、もしこのことが、「企業価値」に変化のない短期での実現を求められた場合、①は実現不能ですので、②しか「打つ手」がないこととなります。

- ⑩ 上記から、①～⑨の登場者達こそが、企業を取り巻く「ステークホルダー」である、と理解できることとなります。

このような理解に立てば、「企業価値 =  $f^*$  (全てのステークホルダー各々の価値)」というように、ザックリ考えることができるのではないのでしょうか (\* :  $f$  は関数を意味する)。これは、企業の価値創造は世間と隔絶されたところで、独力してできるものではないという至極当たり前の事実を再認識することでもあります。全てのステークホルダーと有機的関係を結んで初めて、価値創造が可能になると考えるということでもあります。

このような考えは、運営主体が事業会社の従業員である、または、そのような加入者・受給者等の給付に責任をもつ場合には、職務経験上からも、非常にスッキリと受け入れ可能なのではないのでしょうか。是非とも、この感覚を運用者に伝えたいものです。

このことの帰結は明白でしょう。

(1) 配分を減らされた株主以外のステークホルダー（仕入先・取引先、従業員など）は、自らの価値提供（価値創造への貢献）能力に見合う配分を受取ることができなくなります（期待する機会の損失）。

(2) 彼らは、徐々にこのような企業とは距離をおくでしょう。少なくとも、このような企業と「仕事をやる気」は失せていくこととなります。

(3) この影響は、企業の提供する製品・商品・サービス等の品質に現れ、顧客の求める価値を提供できなくなり、顧客の価値創造への貢献度の低下、顧客満足度の低下により、

「顧客離れ」をもたらすでしょう。

(4) そして、これは「売上金の減少」につながります。

(5) 最終的には、株主が受取る配分原資である FCF の減少に繋がります。

もちろん、トップ・ライン（売上）が落ちても、中間の経費・コストの削減により、ボトム・ライン（株主配分原資）をひねり出すという方法があるとの指摘があるかもしれませんが。しかしながら、株主配分原資維持のための「切り詰め」には限度がある（継続性の観点からも）ことは明々白々であり、この多用はステークホルダー、特に従業員の「士気」に影響します。

経営者は、このような事態を回避すべく、「ステークホルダー・マネジメント」（企業の各ステークホルダー間のバランスをとることを重んじるようになるでしょう。従って、経営者にとって、他のステークホルダーの利害などは顧みず、自己の利益のみを声高に要求する投資家・株主は、目先の利益のみを追いかける、短期主義の極みであり、言語道断となります。

さて、問題は株主にとっても、このような事態を招くことは、道理に合わないか、です。株主が、短期利益にのみ興味を持つ、短期（短気？）投資家であればどうでしょう？このことは、自らには合理的な行動と主張し得るのかもしれませんが<sup>注7</sup>。

一方、株主が長期的な視野に立つ、あるいは、立つことのできる（許される）投資家であれば、眉をひそめるはず（本稿では、運営主体の基本的なスタンスは後者である、と想定して話を進めていきます）。

ここまでの議論から、「企業価値 = f（全てのステークホルダー各々の価値）」との認

識に基づき、全てのステークホルダーに配分される価値の総和を持続的に高めることが

「真」の企業価値創造である、と理解したいと思います。しかしながら、安定的に「総和を高める」ことが保証されるには、価値創造プロセスへの参加者が、「然るべく成果配分」される必要のあることは明記されるべきです。

一見、「ニワトリが先か、卵が先か」という因果性のジレンマのようですが、株主に帰属する「株主価値」は、他の全てのステークホルダーを満足させた後の「残存価値」であるならば、パイの切り方（配分）ではなく、まずはパイを大きくすること（創造）の追求が、運営主体にとっての優先事項となります。

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。

注1：筆者の記憶では、米国に本社を持つ、ある「多国籍企業」（古い呼称？）は、営業する各国で、社員を雇い（雇用）、利益をあげ税金を払う（納税）、高品質の製品・サービスを提供する等々とおし、事業展開する各国社会に貢献するという「理念」を掲げていました。

注2：「まるちゃん名言」 <http://meigen.keiziban-jp.com>

注3：企業価値が誰に帰属するかという観点からの議論で、株主に帰属する部分を指します。

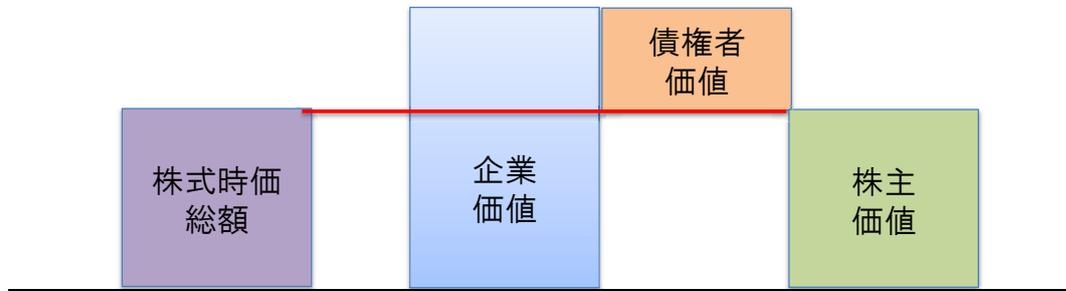
「企業価値」、「株主価値」と「株価」の関係については、本稿の「図表1」を参照ください。

注4：この割引計算に用いられる「割引率」は、企業が調達したお金（出資・融資などで）にどれだけのコストがかかっているかを示す「WACC（加重平均資本コスト）」を使います。極めて自明のことですが、企業価値が増えるためには、この調達した資本のコストである WACC を上回る、投資収益率（ROIC「投下資本利益率」）を、事業・プロジェクトであげ続けることが要請されます。

注5：財務 CF は、営業 CF と投資 CF の合計が流入 < 流出の場合は、その不足をどうファイナンスしたか、逆の場合は、その余剰をどれ位返済に使ったかを示すものと解釈できます。（厳密には、現金・現金等価物の残高と合わせて考えるべきでしょう。）

注6：役員への配分も、原則的にはここに入るでしょう。 注7：値動きのみに着目するデイトレーダーや超高速取引(HFT)などの「超短期投資家」は、企業に要求するようなこととは無縁です。

(図表1) 「企業価値」「株主価値」「株式時価総額」の概念図



- ※ 上図は、ファイナンス辞書やテキストで用いられる「企業価値」、「株主価値」と「株式時価総額」(÷発行済株式数=株価)の概念図
- ※ 「株主価値」=「株式時価総額」となるのは、市場が株主価値を正しく評価していることが前提
- ※ ファイナンス理論では、市場が正しく評価していることが前提

出所：筆者作成

<コラム> アドリブ経済時評

「便利さの代償に気を付けよう」

経済学は「おカネ」の学問だと思われているようであるが、本来、その目的は「幸せ」でなければならないと思う。

筆者は、昨年退職して時間ができ、50年来の趣味である「ジャズトランペット」に現（ウツツ）を抜かして、少なからぬ幸せの中にある。

ところが最近、大学1年生のトランペッターに、ジャズ・アドリブを教える機会があって、驚き、考え込んでしまったことがある。

彼に、管楽器の最も大事な「音色」のための教材にしたいので、感動したとか、ほれ込んだトランペッターの曲を挙げて欲しいと言ったところ、「特にありません」という答えが、困るくらい素直に返ってきた。

音楽、楽器を「感動」「感激」なしに始めている可能性がある。ちなみに彼はもう、6年以上もトランペット吹いていて、こちらも焦るほど技術も持っているのである。

少なくとも、自分の頃は、ゾクツとしたとか、感動で涙が出たとかの経験があるのが普通で、特定の奏者やプレイに入れ込んで、必死で、あちこちレコードを探して、給料4万円とかのときでも1枚2千円以上するLPを買って飛んで帰り、震える手でそれに針をおろし、擦り切れるまで毎晩のように聞いた。

ジャズの放送も少なく、聞くことに関して常に飢餓状態にあったからかもしれない。

ところが今、ユーチューブなどが発達して、数秒でそれこそ何でも即座に聞けるようになっている。アップル、アマゾンでは、月千円弱で何千万枚というCDが聞き放題のサービスもある。スマホには知らない曲の曲名を教えてくれるソフトまである。

一方で、食べ物に関しては、「最上のアペリティフ（食欲増進のための食前酒）は断食だ」という教えがある。

芥川龍之介の「芋粥（かゆ）」では、芋粥を腹いっぱい食べることが夢となっている冴えない男に、豪快な武将が大釜一杯のそれを与えて、男のささやかな幸せを踏みにじる。

現在という時代は、こうした武将だらけなのかもしれない。

便利さが、音楽による大きな幸せを奪う可能性があるのなら、我々は、その便利さを自分で制限する必要があるのだろうか。

2018年6月27日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

- ▶ 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ▶ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、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、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませよう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、当社は一切責任を負いません。
- ▶ 当レポートの著作権は三菱 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。