

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

2020年10月号

《目次》

《上場企業の退職給付の状況》 2019年度の退職給付の積立状況 年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子	… 1
《企業年金・個人年金改革 その11》 第13・14回 社会保障審議会企業年金・個人年金部会の概要 年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	… 7
《With コロナ時代の人事戦略》 第2回:人材マネジメントのポイント 年金コンサルティング部 ペンション・パーソナル ソリューション室 豊島 吉宏	… 15
《退職給付会計数値の見方 その2》 貸借対照表への計上と税効果会計 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 20
《ESG投資の潮流 第7回》 インベストメントチェーンとESG投資 受託運用部 フェロー 岡本 卓万	… 27
《これからの企業行動》 行き過ぎた株主最優先・利益重視経営方針の反省② 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 33
《アドリブ経済時評》 一寸の虫にも五分の魂? 元青山学院大学教授 岩井 千尋	… 39

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>

上場企業の退職給付の状況

2019 年度の退職給付の積立状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子

弊社では、毎年上場企業の退職給付の状況を集計・分析しています。2019 年 4 月から 2020 年 3 月までに決算を迎えた上場企業（2,859 社）を対象に集計しましたので、その概要についてご案内します。

2019 年度は、運用環境が低調で、当初予定していた運用収益を十分に確保できなかったこともあり、年金資産が減少し、昨年に続き積立比率は低下しています。

なお、適用する会計基準の差異等により集計可能な数値が限定されるなどの事情があるため、項目毎に集計対象数は異なっています。

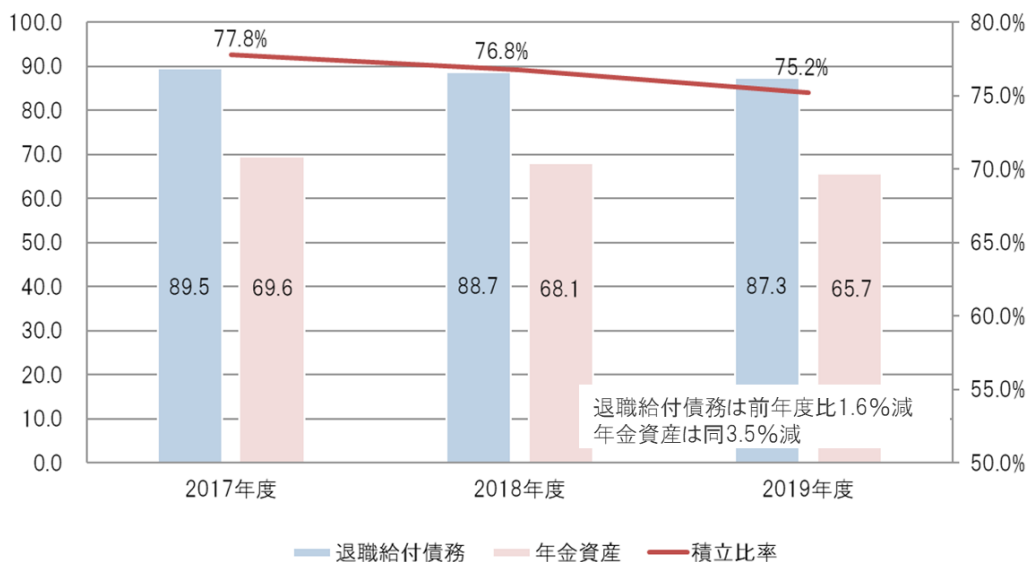
1. 積立比率の低下

2019 年度の積立比率（年金資産÷退職給付債務）は 75.2%となり、前年度比 1.6 ポイント低下しました（図表 1）。退職給付債務が前年度比▲1.6%、年金資産が同▲3.5%

といずれも減少しましたが、年金資産の減少の方が大きかったために、積立比率は低下しています。

（図表 1）上場企業合計の退職給付債務、年金資産の残高と積立状況の推移

（単位：兆円）



出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

2. 退職給付債務の減少

退職給付債務の増減を決定する大きな要素は、債務の増加要因である「勤務費用」と「利息費用」および債務の減少要因となる「給付額」とのバランスです。集計対象期間である2017年度以降は、「給付額」が「勤務費用+利息費用」を上回る「給付超過」の状況が継続しています（図表2）。

債務の増減については、2015年から導入されたマイナス金利政策の影響を考えることが必要です。マイナス金利政策の導入に伴う割引率の引き下げ（図表3）は「数理計算上の差異」を発生させましたが、その後、割引率の水準自体が超低位で底這い状態となっており、今年度の「数理計算上の差異の発生額」は3,709億円と比較的少額で、前年度に比べても4,754億円減少しています（図表2）。

割引率低下で発生した「数理計算上の差異」は、割引率が低下しなかったとすればその後「利息費用」として計上されることとなり、債務の増加となる部分が振り替わったものです。結果的に割引率低下後の利息費用は数理計算上の差異分だけ小さくなります。実際に、「利息費用」は集計対象期間である2017年度以降減少傾向が続いて

います（図表2）。

また、「給付超過」は日本企業全体の高齢化を示しています。日本の退職給付制度の成熟度が上がってきたことが「給付超過」につながっていると思われます。

こうしたことから、期末退職給付債務は前年度比1兆4,472億円の小幅減少が続く結果になりました（図表2）。

以上の構造から考えると、今後は退職給付債務について大幅な増加は見込まれないと推測されます。1つは割引率低下による影響が限定的になっていることです。2019年度の割引率は0.49%となり、若干の低下傾向は続いています（図表3）。ただし、割引率は0%を下限とすることが認められており、重要性基準を導入している企業であれば更なる引下げが必要のない水準にまで低下しているとも考えられます。割引率引き下げで退職給付債務が膨らんでいく状況は想定しにくいと言えます。

さらに成熟度が上昇していることやDC制度の採用企業数が増加傾向にあることも、退職給付債務の増加傾向に歯止めをかけると推察されます（図表4）。

(図表2) 退職給付債務の期首期末調整表

(単位:億円)

	2017年度	2018年度	2019年度
期首退職給付債務	876,459	885,228	876,912
勤務費用	32,667	32,731	32,772
利息費用	7,896	7,566	6,884
数理計算上の差異の発生額	6,197	8,463	3,709
給付額	▲43,961	▲51,171	▲44,877
過去勤務費用	▲483	▲1,974	▲483
その他	5,444	▲3,749	▲12,304
期末退職給付債務	884,220	877,095	862,623
対象社数	2,157	2,179	2,194

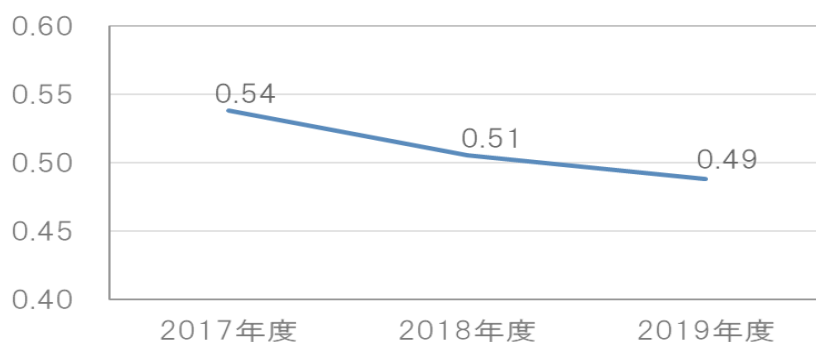
期中の変動要因

給付超過が継続

(注1)集計対象が相違するため、期末と期首の残高は若干異なっている
(注2)集計対象企業は退職給付債務の期首期末調整表を開示している2,194社

出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

(図表3) 割引率の推移（2017～2019年）



出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

(図表4) 制度実施状況の推移（2017～2019年）

(単位:社)

	2017年度	2018年度	2019年度	実施比率 2019年度
DB実施企業	1,557	1,597	1,608	59.5%
DBのみ	181	182	169	6.3%
DB+DC	174	183	194	7.2%
DB+退職一時金	536	511	498	18.4%
DB+DC+退職一時金	666	721	747	27.7%
DC実施企業	1,513	1,583	1,639	60.7%
DCのみ	165	174	182	6.7%
DC+退職一時金	508	505	516	19.1%
退職一時金実施企業	2,122	2,138	2,156	79.8%
退職一時金のみ	412	401	395	14.6%
合計	2,642	2,677	2,701	100.0%
(開示のない企業)	217	182	158	

出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

3. 年金資産の減少

年金資産の増減は、掛金と給付のバランスおよび運用収益の状況によって決定します。掛金と給付の関係は、2017年度以降は「給付超過」となっています。退職給付債務と同様に制度の成熟化を示すものと言えます。結果的に、運用収益をどの程度確保できるかが増減の鍵となります。

2017年度は運用パフォーマンスが好調で

年金資産が増加しました。しかし、2019年度は年度末にかけてコロナウィルスの影響で株式市場が混乱したためマイナスパフォーマンスとなり、実際の運用収益（「期待運用収益」と「数理計算上の差異の発生額」の合計額）は▲6,359億円と期首年金資産に対し1.4%減少しています（図表5）。

（図表5）年金資産の期首期末調整表

（単位：億円）

	2017年度	2018年度	2019年度	
期首年金資産(A)	420,081	443,919	440,021	
期待運用収益(B)	10,248	10,649	10,469	合計額が 実際の運用収益
数理計算上の差異(C)	17,420	▲6,410	▲16,828	
(B)+(C)(実際の運用収益)	27,668	4,239	▲6,359	
((B)+(C))/(A)	6.6%	1.0%	-1.4%	
事業主からの拠出金	14,650	13,623	13,276	給付超過が継続
給付額	▲17,920	▲18,247	▲18,029	
その他	▲1,029	▲4,153	▲2,304	
期末年金資産	443,450	439,381	426,605	
対象社数	1,532	1,546	1,548	

期中の変動要因

（注1）集計対象が相違するため、期末と期首の残高が若干異なる

（注2）集計対象は、年金資産の期首期末調整表を開示している企業

出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経NEEDSデータ）より弊社作成

4. 退職給付費用と数理計算上の差異

2019年度の退職給付費用は2兆8,303億円で、前年度2兆8,640億円と比較して1.2%の減少となりました（図表6）。

費用が減少した主な要因は、「数理計算上の差異の費用処理額」や「利息費用」が減少したことです。

数理計算上の差異の費用処理は、ほとんどの企業で、発生した年度の翌年度から一定期間で処理しています。従って、前年度の数理計算上の差異の発生状況に加え、処

理を終えるタイミングも費用処理額に影響を与えることとなります。後者の影響は各社の採用する処理期間によりまちまちとなりますが、「数理計算上の差異の費用処理額」は前年度4,094億円から3,373億円に、721億円減少しています。

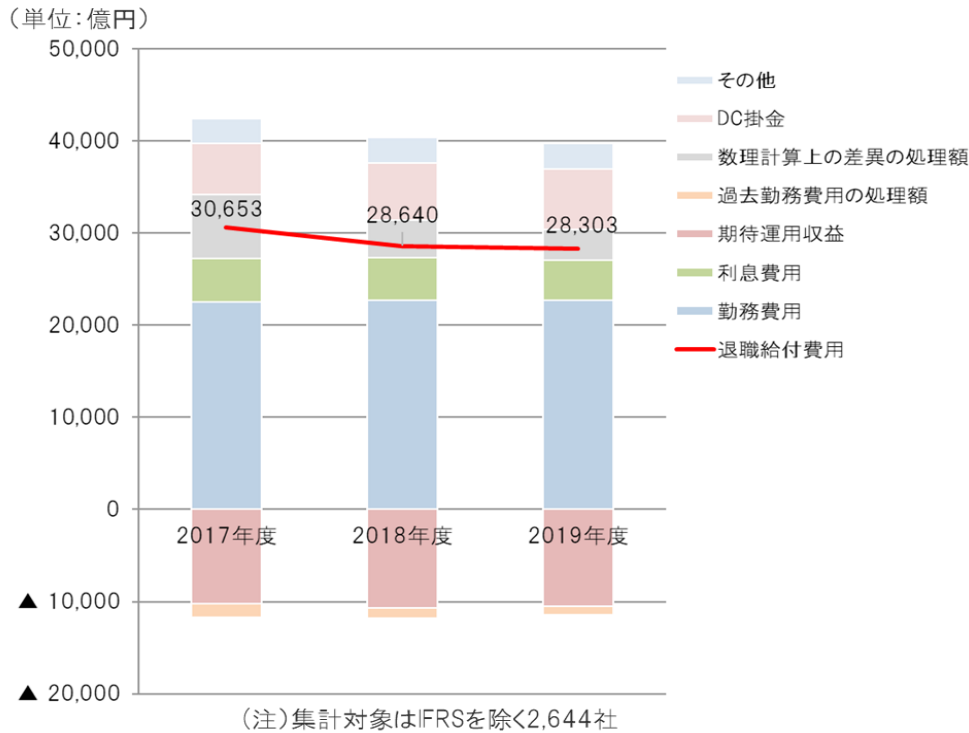
「利息費用」は期首の退職給付債務自体が減少していることに加え、割引率の低下も寄与し、4,284億円と前年度比334億円減少しました。結果的に、退職給付費用から

DC掛金を除いたDB費用は2兆2,490億円から2兆1,763億円の約3.2%減少しました。

DC掛金は6,540億円となり、前年度6,150

億円と比較して6.3%増加しました。DBからDCへの制度移行は今後も継続すると見込まれることから、DC掛金は増加傾向が続くものと予想されます(図表7)。

(図表6) 退職給付費用の推移



出所:日経メディアマーケティング株式会社のデータベース(日経NEEDSデータ)より弊社作成

(図表7) 退職給付費用の推移

(単位:億円)

	2017年度	2018年度	2019年度
勤務費用	22,507	22,731	22,747
利息費用	4,760	4,618	4,284
期待運用収益	▲10,247	▲10,649	▲10,469
過去勤務費用の処理額	▲1,503	▲1,113	▲981
数理計算上の差異の処理額	6,920	4,094	3,373
DC掛金	5,610	6,150	6,540
その他	2,855	2,707	2,337
退職給付費用	30,653	28,640	28,303

出所:日経メディアマーケティング株式会社のデータベース(日経NEEDSデータ)より弊社作成

図表8は2018年度と2019年度の数理計算上の差異の発生状況です。2019年度は退職給付債務、年金資産ともに損失が発生し

ており、これが2020年度の費用の増加要因となっています。

(図表8) 数理計算上の差異の変動

(単位:億円)

		2018年度	2019年度
期首残高		27,978	36,550
当期の増減額	数理計算上の差異の当期発生額	10,978	20,326
	退職給付債務からの発生額	4,568	3,498
	年金資産からの発生額	6,410	16,828
	当期の費用処理額(組替処理による増減額)	▲ 4,094	▲ 3,373
その他の増減		1,687	▲ 2,664
期末残高		36,550	50,839

(注1)数理計算上の差異は正の値が損失、負の値が利益

(注2)集計対象はIFRSを除く1,883社

出所：日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

上場企業の退職給付制度の積立状況等は以上の通りです。今後の制度運営のご参考とさせていただければと思います。

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。

企業年金・個人年金改革 その 11

第 13・14 回 社会保障審議会企業年金・個人年金部会の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

2020 年 6 月 17 日に「社会保障審議会企業年金・個人年金部会（以下、部会）」が再開され、当面検討すべき課題として、「DB を併せて実施する場合の企業型 DC の拠出限度額等についての検討（DB 仮想掛金額の導入）」や、「DB の掛金拠出の弾力化措置」等の検討が進められています。

8 月 20 日に「第 13 回部会」、同 26 日に「第 14 回部会」が開催され、2 回に分けて関係団体からのヒアリングが行われました。本稿では、その内容について解説します。

1. 当面検討すべき事項

2020 年 DC 法改正の段階的な施行（2022 年 10 月 1 日施行の企業型 DC 加入者への iDeCo 加入要件緩和等）に際して対応することが望ましい事項は検討の優先度が高いとされ、関係団体からのヒアリングが行われました。ヒアリングは、全国銀行協会、

日本損害保険協会、日本証券業協会、投資信託協会、全国証券取引所協議会、生命保険協会、信託協会、企業年金連絡協議会の 8 団体から 2 回に分けて行われました。

ヒアリング項目は図表 1 の通りです。

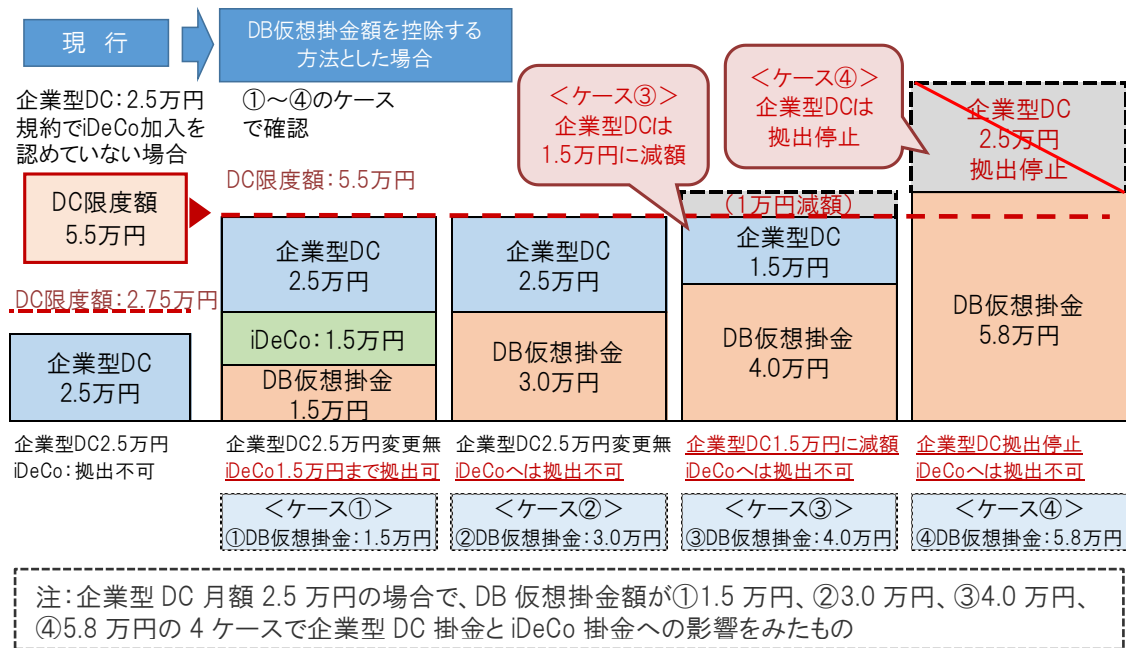
（図表 1）関係団体へのヒアリング項目

検討項目		検討内容
(1) 当面の対応のために議論を要する事項	企業型 DC	・企業型 DC の拠出限度額の水準（現行月額 5.5 万円）についてどう考えるか ・DB を併せて実施する場合の企業型 DC の拠出限度額について、月額 5.5 万円から DB 制度毎の掛金額（DB 仮想掛金額）を控除した額とすることが考えられるかどうか
	個人型 DC（iDeCo）	・iDeCo の拠出限度額について、DB ごとの掛金額の実態を反映することで、企業型 DC・DB 加入者は、月額 2 万円で統一することが考えられるかどうか （ただし、企業型 DC・DB の事業主掛金額との合計は月額 5.5 万円まで） ・第 2 号被保険者の iDeCo 加入時の事業主証明の発行と年 1 回の現況確認を廃止することが考えられるかどうか
	DB	・新型コロナウイルス感染症の影響により、DB 掛金を拠出することに支障があると見込まれる場合について、2008 年の金融危機当時に講じた DB 掛金設定の弾力化措置等と同様の取扱いを認めることが考えられるかどうか
(2) 中期的に議論を重ねていくべき事項		・拠出時・給付時の仕組みの在り方等

出所：厚生労働省（2020 年）「第 12 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1～3 より筆者作成

また、DB 仮想掛金額を控除する場合の DC 拠出限度額の考え方は図表 2 の通りです。

(図表 2) DB 仮想掛金額を控除する場合の企業型 DC・iDeCo 掛金への影響について



出所：筆者作成

2. 第 13 回部会の概要

(1) 銀行協会からの主な意見

企業型 DC の拠出限度額については撤廃または引上げにより制度設計の自由度を高めることが、制度の普及拡大には不可欠であるとしました。

企業型 DC の拠出限度額に DB の掛金実態を反映することで、一般的に現行よりも DC の拠出枠が拡大する点には賛同するが、企業型 DC の拠出額を減少または廃止しなければならない制度が出てくる点には配慮が必要であるとしました。そのため、DB 仮想掛金額が DC 拠出限度額を上回り、DC の拠出枠がなくなる場合には、DC 掛金の拠出を継続可能または企業型 DC 制度を存続可能とする仕組みが必要としました。なお、DB 仮想掛金額を導入した場合は、DB 仮想

掛金額に応じて企業型 DC の拠出限度額が変動すること、さらに企業型 DC の掛金額が変動することにより iDeCo の拠出限度額が変動するため、事業主や加入者等に分かりやすい制度設計とすべきとしました。そのため、DB 仮想掛金額は例えば、1 万円単位とすることが考えられるとしました。

iDeCo の拠出限度額については第 2 号・第 3 号被保険者については 2.3 万円とし、公平で分かり易い制度とすることが必要としました。第 2 号被保険者の iDeCo 加入時の事業主証明の届出を不要とすることは賛同するが、インフラ整備等で過度に負担とならない配慮を求めました。

(2) 日本損害保険協会からの主な意見

企業型 DC の拠出限度額の水準（現行 5.5 万円）については、企業からの要望として引上げを求める声があることを紹介しました。

DB を併せて実施する企業型 DC の拠出限度額について、DB 仮想掛金額を控除する方式は、多くの企業型 DC において柔軟な制度設計が可能となる一方、DB 仮想掛金額が 2.75 万円を超える企業に対する配慮が必要であるとしました。DB 仮想掛金額が DC 拠出限度額を超えた場合に DC 掛金が拠出できなくなるのは、これまでの企業型 DC の普及促進の流れに逆行するため、DC の拠出限度額自体の引上げを併せて検討すべきとしました。また、DB の掛金額を把握する仕組みについては、作業負荷やコストが過大とならないよう工夫すべきとしました。

iDeCo の拠出限度額について、DB の実施有無に関わらず 2 万円（ただし、企業型

DC・DB の事業主掛金額との合計は月額 5.5 万円まで）で統一することは賛成だが、制度を分かり易くするため、第 2 号被保険者の拠出限度額を 2.3 万円で統一することを希望する意見が述べられました。また、企業年金がない第 2 号被保険者の iDeCo 拠出限度額は、自助努力でゆとりある老後生活を送るために、現行の 2.3 万円から引上げることが望ましいとしました。

第 2 号被保険者の iDeCo 加入時の事業主証明書等は廃止を希望するが、システム構築等に過度な負担がかからないよう求めました。

その他の要望としては、「資格喪失年齢を 60 歳超に引き上げた場合でも、60 歳以上で受給開始可能年齢に達すれば受給可能とする」、「企業型 DC の申請・届出・報告手続きのペーパーレス化と押印省略化」が挙げられました。

(3) 日本証券業協会、投資信託協会、全国証券取引所協議会からの主な意見

DB 仮想掛金額を控除する方式および iDeCo の拠出限度額の統一については賛同するが、現行制度に影響がある場合は経過的な措置など柔軟な対応が必要であるとしました。また、企業型 DC・DB 掛金に変更となる場合、iDeCo 掛金に変更となるため、年 1 回の掛金額変更の制限を撤廃することを求めました。

iDeCo の拠出限度額については DC 拠出限度額から DB 仮想掛金額と DC 事業主掛金を控除した残額とし、上限の 2 万円は撤廃すべきとしました。

第 2 号被保険者の iDeCo 加入時の事業主証明書等の事務の廃止は賛成するが、RK と

国民年金基金連合会との情報連携の枠組みに DB の加入者情報も含め、加入者・事業主・受託機関が DB、企業型 DC、iDeCo の拠出情報を一元管理、利用できる仕組みの構築が必要であるとしました。

また、DC 拠出限度額については、退職準備世代（50 歳代以降）に対する追加拠出枠（キャッチアップ拠出）の設定や、ライフコース多様化を踏まえた生涯拠出枠（例えば、3 千万円程度）と年間拠出限度額（例えば、300 万円）を導入したらどうかとの提示がなされました。

その他の要望として、「指定運用方法を活用した分散投資を促す仕組み」、「一定の資

格を有する者からの投資アドバイスや投資一任による資産運用支援を可能とすること」、「年金給付開始以降に一定の取崩しを

前提とした給付専用運用商品の採用」などが挙げられました。

(4) 出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見

- DB 仮想掛金額を控除する方式では、企業型 DC 掛金が減少する場合の考慮は必要
- DC 掛金額の変更は労働条件の変更に該当するため何らかの経過措置は必要、また、丁寧な労使合意も必要
- DB 仮想掛金額を導入することは、自助を推進するという観点から理解できるが、企業年金の促進や労働条件の確保の方策が維持できるのかという懸念がある
- 企業年金と自助を同じ拠出限度額で管理することの難しさを感じる
- 企業型 DC の掛金を減少、廃止しなければならなくなる加入者数や対象掛金額等を把握した上で議論が必要
- DB や企業型 DC の制度変更を行った場合でも、DC 拠出限度額が大きく変動しないような仕組みが必要。一定の許容範囲内なら変更を不要とする考え方もある
- 「より公平な」公平性とは、何についての公平性かを考える必要がある
- 企業年金がない被用者の iDeCo 加入促進のため、拠出可能額等を通知すべき

出所：厚生労働省「第 13 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」を傍聴して筆者作成

3. 第 14 回部会の概要

(1) 生命保険協会からの主な意見

DB 仮想掛金額の導入に際しては、次のような多様な課題が存在するため、丁寧な対応と検討が必要であるとしました。その課題として、①企業年金制度を積極的に活用していた企業にとって労使合意で定めた退職金制度を強制的に見直す必要が発生すること、②DB 仮想掛金の変更の都度、退職金制度の再見直し有無の検討が生じ、制度運営が複雑化すること、③DB の給付減額または DC の掛金減額により企業年金の普及・促進の流れに逆行する可能性があること、④既存制度への何らかの配慮が必要であること、を示しました。

iDeCo の掛金額についても減額・停止をせざるを得ない加入者への対応の検討が必要としました。特に iDeCo が拠出停止とな

った場合は追加拠出による積立金の増加がなくなり積立金に占める手数料等の割合が相対的に大きいままとなる等、資産が目減りする可能性が高まることを指摘しました。

また、DB 仮想掛金額算出やデータ管理、事務負担等のコスト増加への対応検討が必要であり、システム開発等の点から 2022 年 10 月に合わせて施行することへの懸念も示されました。

DC 拠出限度額に関するお客様からの声として、「DC の新設を考えていたが見送ることも含めて検討したい」、「DC が減る影響が大きいので、少なくとも経過措置は設けていただきたい」などを紹介しました。

第 2 号被保険者の iDeCo 加入のための事業主証明書等の廃止は手続きの簡素化とな

るため賛同するが、一方、関係機関へのデータ連携で事業主に新たな事務負担（データ整備含む）等が発生する可能性があり、DB 仮想掛金額のデータの連携等のコストや事務負担が過大にならない配慮を求めました。

DB の掛金設定の弾力化については、金融危機時の掛金引き上げ猶予のような対応や金利の低下を想定した非継続基準の猶予措置が必要とのお客様の声を紹介しました。

中長期的な課題に対しては、税制・拠出限度額・中途引き出し等の多様な課題を踏

(2) 信託協会からの主な意見

DB 仮想掛金額の導入は、拠出可能額の有効活用につながる可能性がある一方、DC 拠出限度額が減少・消滅する企業や DB の給付減額を選択する企業が想定されるため、慎重な議論が必要であるとしました。また、企業年金の給付水準調整のため、DB 等から退職一時金へ振り替えた場合には、受給権保護の問題が発生することを指摘しました。

退職給付由来であり労使合意に基づく制度である企業年金が、労使合意がなされないまま政令改正により DC 拠出可能枠が減少・消滅することへの懸念も示しました。

さらに、DC 拠出可能枠が消滅し、DC から DB へ資産移換した場合は、企業会計上の債務認識が必要となることを指摘しました。そのため、施行前に設立された制度は従前の掛金の適用を可とする、DC 拠出可能額が縮小・消滅する場合は一定期間従前の DC 掛金の拠出を可能にする等の経過措置の検討が必要であるとしました。

DB の掛金設定の弾力化については、金融危機時と同様・類似の措置として、①財政

まえた慎重な検討が必要とし、特に DB は DC と性質が異なり、労使合意を前提とした退職給付制度として広く利用されていることから、拠出限度額の設定や中途引き出しの制約は行わず、自由な設計を可能とすることが望ましいことを示しました。

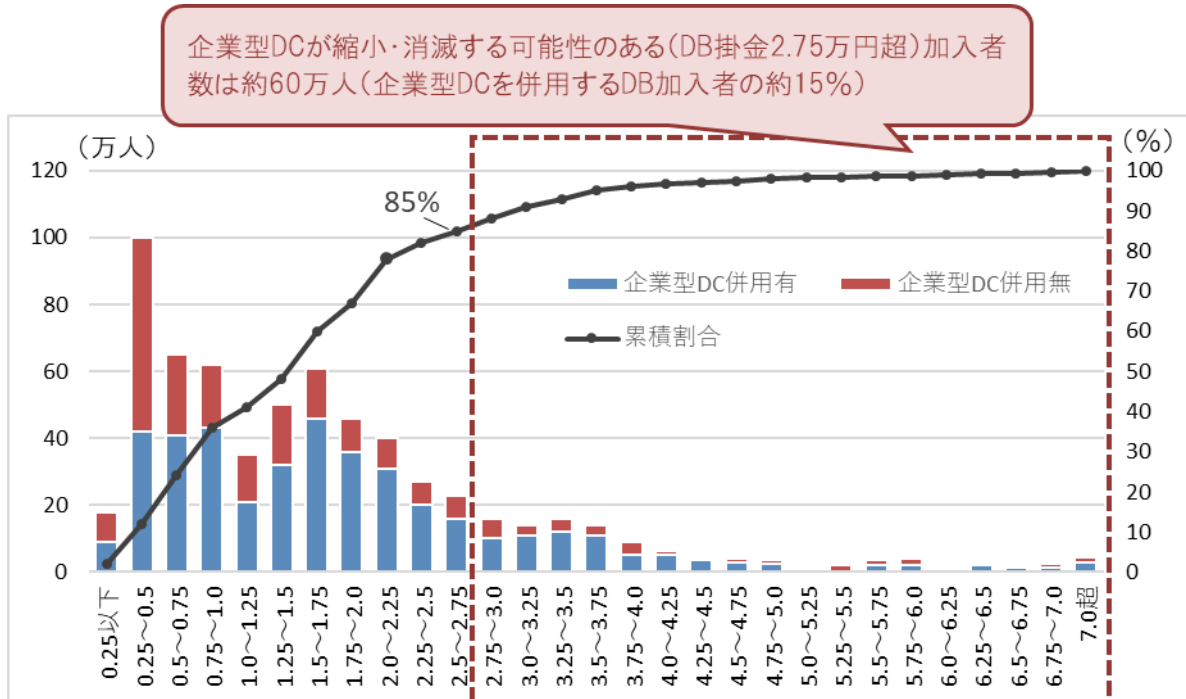
また、長生きリスクへの対応として DB の受取方法柔軟化に向けた制度整備が必要として、DB の保証期間（上限 20 年）の見直し、繰下げ規定導入時の届出手続きの簡素化等が必要であるとしました。

検証や財政再計算の結果、掛金の引上げが必要となった場合の掛金の引上げ猶予、②継続基準抵触時に不足金から許容繰越不足金の全部または一部を控除、③非継続基準抵触時の掛金引上げ時期の延長や引上げ幅の抑制、が必要であるとしました。

中長期的な課題としては、DC 拠出限度額の引き上げ、企業型 DC におけるマッチング拠出の拡充、DC の拠出限度額の年を跨いだ繰り越し、特別法人税の撤廃および撤廃までの課税凍結等を示しました。

第 12 回部会で、事務局から、DB 仮想掛金額を導入した場合に企業型 DC 掛金の縮小・廃止の影響があると見込まれる DB 件数の割合は約 8.3%と示しましたが、信託協会は、信託銀行が総幹事を受託している DB について、DB 仮想掛金額を導入した場合の試算を示しました。信託協会の試算では、企業型 DC を併用する DB 加入者の約 15%（約 60 万人）が企業型 DC 掛金の縮小・廃止の影響があることを示しました（図表 3）。

(図表 3) 信託協会が試算した DB 仮想掛金額を導入した場合の影響について



出所：厚生労働省「第14回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料2 信託協会資料より筆者作成

(3) 企業年金連絡協議会からの主な意見

企業型 DC の拠出限度額 5.5 万円の水準については、直近の計算基礎数値での見直し等、設定根拠や望ましい給付水準について十分に議論し、再考が必要であるとしました (DC の拠出限度額の設定根拠は本誌 2020 年 8 月号 3~5 頁ご参照)。

DB 仮想掛金額の導入では、非課税枠をより公平な扱いとする考え方に共感するが、DB 仮想掛金額の算定次第で DC の拠出が認められなくなり将来の年金に対する従業員の期待権が失われる恐れがあり、必ずしも DC 制度の普及・拡大に繋がるとは限らないとしました。また、DC 拠出限度額を超えた場合に DC 拠出額を維持し DB 拠出額を減らして退職一時金に戻すという選択肢も考えられ、企業年金の普及・拡大という観点からマイナス効果となることも考えられる

としました。さらに、これまで労使合意で構築・運営されてきた企業年金制度を維持できるように配慮が必要であり、現行制度を継続できる経過措置が必要としました。加えて、新たな DC 掛金を拠出できる人数や DC の掛金停止となる人数を正確に把握したうえで検討する必要性を指摘しました。

iDeCo の拠出限度額については、現行より増額されることには賛同するが、iDeCo でも掛金を減額・停止せざるを得ない場合があり経過措置が必要としました。また、企業年金がない被用者の iDeCo 拠出限度額 2.3 万円については、企業型 DC 拠出限度額 5.5 万円と差があること、iDeCo プラスの事業主拠出は企業型 DC の事業主拠出と実質同様であることについて、iDeCo が個人の高齢期における所得確保の自助努力の制度

か、それとも企業の退職給付制度の延長線上の制度か、十分な議論が必要としました。

第 2 号被保険者の iDeCo 加入時の事業主証明書等の廃止は、事務負荷軽減となるため賛同するとしました。

DB の掛金設定の弾力化については、金融危機時のような掛金引き上げ猶予に加え、中小企業の事業継続に向けた機動的な対応が必要とし、総合型基金では、事業所ごとの一定期間の掛金拠出猶予や掛金減額、掛金未拠出分に見合う給付減額を認める措置が基金存続のための緊急措置として必要であるとしました。

中長期的な課題としては、退職金は賃金

と同様に労働条件の一つで企業が任意に設定し得るものであり、企業年金は退職金を原資とするものが大部分であることから、その限度額管理は行うべきではないとしました。また、公平な税制優遇枠として議論されるべき対象は個人の資産形成に資する本人拠出であり、事業主拠出とは分けて考える必要があることを指摘しました。

公的年金の所得代替率の低下が避けられない中、老後所得の安定確保のため年金選択が進むよう、公的年金等控除と退職所得控除について、互いに中立的でバランスの取れた税制の検討が必要としました。

(4) 出席委員からの主な意見

出席委員からの主な意見

- DB 仮想掛金額は、誰にとっても分かりやすい制度とすべき
- DC 拠出限度額(月額 5.5 万円)は、現在の状況に合わせて新たな根拠が必要
- 企業年金は、公的年金を補完する制度であることを理由として、一定の要件の下で税制優遇が認められているが、税の公平性をどう考えるかが大事
- 税の公正性の観点にあわせて、制度普及の観点も検討する必要あり
- 企業年金は労使合意に基づく制度であり、法令等により強制的に変更させられることには懸念があり、労使合意の重要性を改めて申し上げたい
- 財政再計算時に DB 仮想掛金を見直すこととし、必要であれば併せて退職給付制度も見直すことでもよいのではないか
- DB 仮想掛金の見直しを一定期間毎に行うのは良いが煩雑な変更が必要にならないようにすべき
- DB 仮想掛金額の算出に際して、正確性と簡便性はトレードオフの関係にあり、検討が必要
- DB 仮想掛金額の導入により DC の掛金引き上げがどの程度見込めるのか、また、拠出限度額を超える加入者数や掛金額がどの程度か等、データに基づく議論が必要
- iDeCo でも掛金が減額・停止せざるを得ない加入者の影響を把握する必要がある
- 中小企業には退職給付制度が普及していないが、中小企業にこそ安定的な企業年金が必要

出所：厚生労働省「第 14 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」を傍聴して筆者作成

4. 今後の予定

関係団体からのヒアリングを踏まえ、次回以降の部会で、当面検討すべき課題（DB 仮想掛金額の導入等）についての議論が進められる予定です。また、委員からの要請もあったように、DB 仮想掛金額を導入した場合に、DC 掛金の減額・停止の影響がある加入者数や減額となる掛金額等を把握して議論する必要があり、事務局から改めて議論の場に詳細データが提示される予定です。なお、次回の部会の開催時期等は明らかにされていません。

DB を併せて実施する場合の企業型 DC の拠出限度額について、DB 仮想掛金額を控除

する方式は、企業型 DC 掛金が減額または拠出停止となる企業も一定数あり、加入者の老後所得保障への影響もあります。今まで企業年金関係者が進めてきた企業年金の普及・拡大にも大きな影響を及ぼすものと考えられます。そのため、実際に企業型 DC 掛金が減額または拠出停止となる企業等の意見も十分に踏まえ、部会での丁寧な議論が望まれます。

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。

<ご参考資料>

- ・ 第 13 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会 資料
https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_13048.html
- ・ 第 14 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会 資料
https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_13182.html

With コロナ時代の人事戦略

第 2 回: 人材マネジメントのポイント

年金コンサルティング部 ペンション・パーソネル ソリューション室 豊島 吉宏

第 1 回では、Before コロナの人事課題、コロナ禍による環境変化を整理したうえで、人事の方向感について述べました。

今回は、With コロナ時代に企業が押さえておくべき人材マネジメントのポイントを考察します。

1. 人事の 3 つの変化

前号では、環境変化や人事の継続課題から、想定される 3 つの変化を紹介しました。

- ① 人材の“量”から“質”へ
 - ② “人”基準から“仕事”基準へ
 - ③ “一律管理”から“個別管理”へ
- これらは市場縮小へ対応するための組織

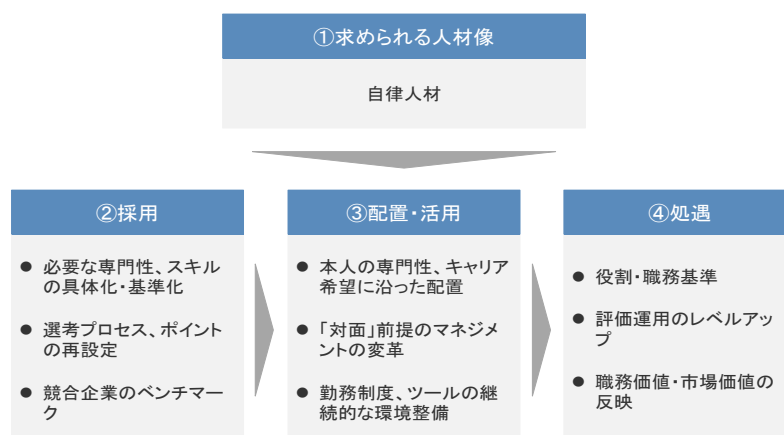
力・人材力の向上、テレワークの恒常化への対応、コロナ禍をきっかけとした個人のキャリアや働き方の意識変化への対応およびエンゲージメント向上のためにも、企業が主体的に取り組むべきポイントと考えます。

2 人材マネジメントのポイント

想定される 3 つの変化に基づいて、With コロナ時代のあるべき人材マネジメントの

ポイントを図表 1 のフレームワークをもとに解説します。

(図表 1) With コロナ時代のあるべき人材マネジメント



(出所) 筆者作成

2-(1)求められる人材像

今後求められる人材像を考える上で、考慮すべき点は以下の3点です。

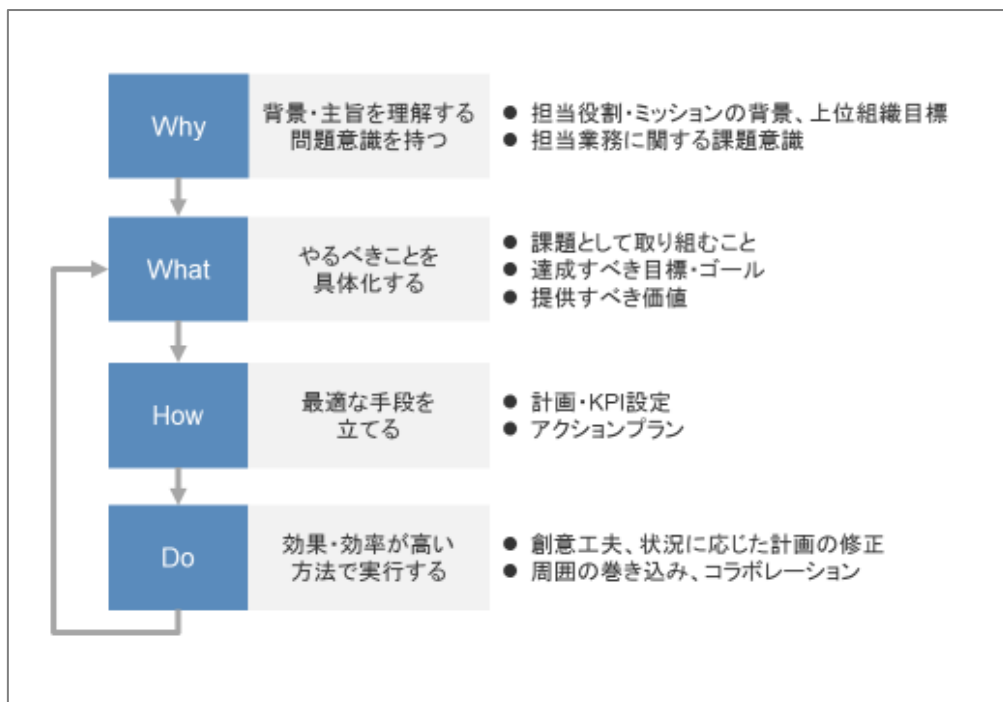
- ・ 事業：変化の激しい状況では、顧客接点がある社員が自ら考え、スピーディに最適な行動をとることが重要になる
- ・ 業務遂行：上司が逐一指示を出せないテレワークでは社員のセルフマネジメントが前提となる
- ・ キャリア：主体的にスキルアップやキャリア形成を進めるためには、まず担当業務を”自分ごと”として捉え創意

工夫する経験が必要となる

上記をふまえると、今後求められる人材像は「自律人材」といえます。自律人材とは、図表2に示す「Why」→「What」→「How」→「Do」のサイクルに基づいて自ら考え、最適な行動をとることができる人材を指します。

これまでも自律人材の必要性は指摘されていましたが、コロナ禍の環境激変に伴って重要度が高まったといえます。

(図表2) 自律人材の行動サイクル



(出所) 筆者作成

2-(2)採用

日本の採用市場、慣行を考えると、引き続き新卒一括採用が主流と思われます。一方で、前述のとおり専門性・スキルの高い人材の必要性が高まっていることから、業

界や職種ごとに職種別採用・プロフェッショナル採用が増えるとも考えられます。そのポイントは以下のとおりです。

①期待する専門性やスキル、経験の具体化・基準化

職務要件や経験などを詳細に定義し、職務記述書に記載。これにより人材紹介会社への依頼、書類のスクリーニングなどがスムーズに行えます。

②選考プロセスやポイントを再設定

採用にあたって専門性や貢献可能性を判断する。面接内容の工夫だけでなく、外資系企業や IT 企業で行われる「リファレンス

チェック（中途採用の選考において、候補者の了承を得て実績や人物像などを現職や前職と一緒に働いたことのある第三者に確認すること）」も有用です。

③採用時の競合企業ベンチマークと処遇制度、報酬水準の見直し

外部企業と自社制度を分析し、必要な場合は専門職独自の処遇制度・報酬水準を設定します。

2-(3)配置・活用

人材配置については、各社の人材ポートフォリオにより方向感が異なります。ゼネラリストが多い企業は従来のジョブローテーションを中心として専門性向上やキャリアの多様化を実現する配置を組み合わせます。専門職が多い企業は本人の意向や専門性に応じた適切な役割・職務をアサインすることが重視されます。そのためには細やかな 1on1 ミーティング（上司と部下が 1 対 1 で定常的に実施する対話）などが有効でしょう。

人材活用に関しては、“仕事基準”への移行が大きな課題です。特に非対面が増える状況では“出社を前提としたマネジメントやコミュニケーション”を変える必要があります。例えば会議を単にオンラインに移行するのではなく、目的と効率の点から議題やタイミング、運営方法を変えるなどが挙げられます。また人事はマネジメントをサポートする制度ですから、ツール、機会を継続的にアップデートすることが求められます。

2-(4)処遇

変更のポイントは以下の 3 点です。

①役割・職務基準

等級、職種ごとに期待役割や職務を事前に定義し、その達成度を評価します。

事前に定義した内容をもとに日常の業務マネジメントを行うことで非対面でのマネジメントを円滑に行うことができます。

等級制度では、以下の 2 つのアプローチがあります。

A：役割等級：等級と職種ごとに、期待役

割や成果、必要な経験、行動を定義

B：職務等級；ポストごとに職務記述書を作成・点数化し、該当する職務等級を決定する

上記 A と B は設定単位の細かさが異なります。B は全ポストごとに作成しますが、A はそれよりも大括りとなります。

②評価運用のレベルアップ

評価は、上記の役割達成や職務達成、成果の大きさを評価します。ここでのポイントは“人”を評価するのではなく、“仕事”を評価することです。前回述べたとおり、非対面の状況が増えることが想定されることから見直さざるをえないと考えます。

過去、人事制度改革を行った企業のなかでも、この視点の切り替えやレベルアップができず、制度が形骸化したケースが散見されます。したがって制度設計時に考慮するとともに、評価者の意識変革、スキル醸成の取り組みも重要となります。

③職務価値、市場価値を反映した報酬

社内だけでなく、社外も考慮し報酬を決定します。短期（月給）、中期（賞与）、長期（退職金）などの全体的な報酬戦略の見直しも含まれます。なお転職市場等で報酬相

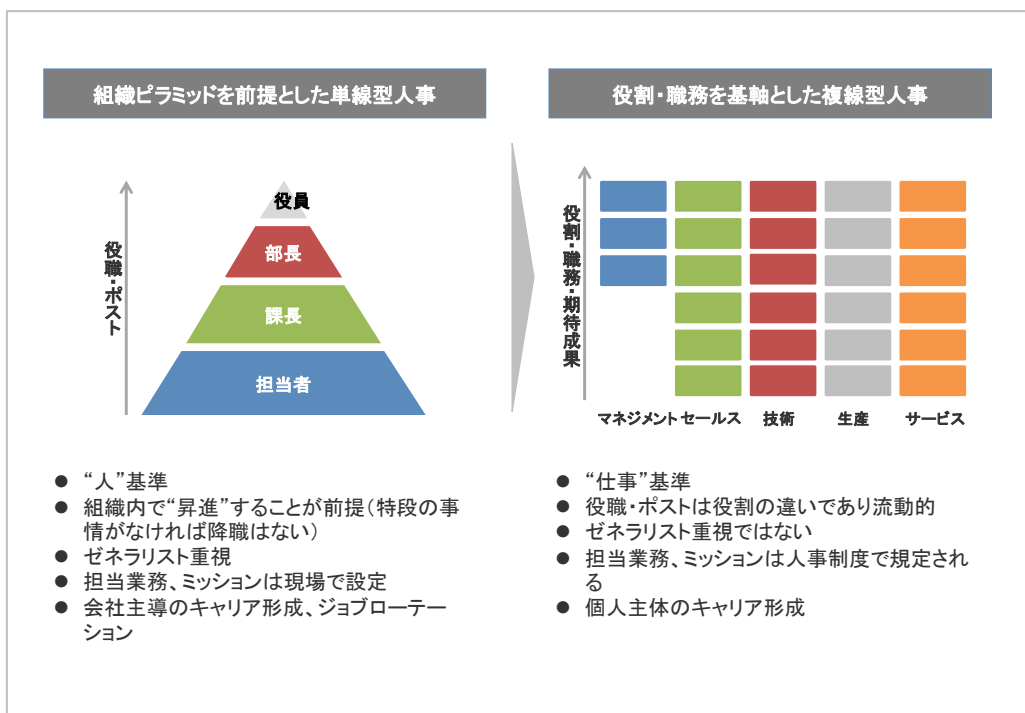
場が形成されてない職種・ポジションの場合は、まずは社内の相対的価値を基準に設定することが現実的と思われます。

3. 人事制度コンセプトの変更

これまで整理した人材マネジメントを実行するには、「組織ピラミッドを前提とした単線型人事」から「役割・職務を基軸とし

た複線型人事」への変更が有用と考えます（図表3）。

（図表3）単線型人事から複線型人事へ



（出所）筆者作成

すでに成果・役割・職務重視の人事制度を導入した企業も多くありますが、実態として役割・職務重視の運用になっていないケースも少なくありません。例えば以下の状態などが挙げられます。

- ・職位が職務等級に置き換わっているだけで実際の役職登用は年功的に行われている
- ・職務等級と目標難易度が一致しておらず、個人の力量に基づいて設定されている
- ・評価の相対分布化が行われるため、総合

評価は評価者の主観の要素が強い

前述の人事の3つの変化に対応するためには、制度を整えるだけでなく、制度の運用、マネジメントの在り方、組織風土も変化させる必要があります。

昨今、着目されているジョブ型雇用に関しても上記と同様にマネジメントの在り方や組織風土の変革も併せて検討することが重要です。

4. 最後に

2回にわたって、これからの人材マネジメントについて考察しました。人材の採用・活用・リテンションは、Before コロナから課題とされていましたが、With コロナではそれらの重要性や難易度がより一層増すと考えられます。さらに、配置・処遇などの見直しを行えば、「大人度」の高い自律社員が増え企業体質が強まることも期待できます。

本稿が自社の事業や人材に対するポリシーを定め、人材マネジメント改革を進めていくうえで参考になれば幸いです。

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

退職給付会計数値の見方 その2

貸借対照表への計上と税効果会計

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

貸借対照表へは退職給付債務と年金資産の差額を計上しますが、単独決算と連結決算では、差額の計上方法が異なります。連結決算は両者の差額をそのまま計上しますが、単独決算は両者の差額から費用処理が繰り延べられている部分を控除した額を計上します。また、退職給付に関しては、会計上の費用と税務上の費用が異なるため、税効果会計が適用されます。税効果会計は、税支出を期間配分して、税引き前利益と税費用を期間対応させる処理です。

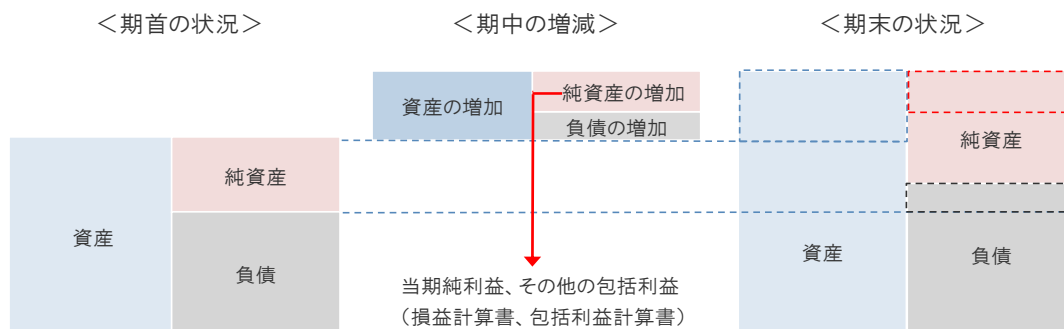
1. 貸借対照表への財政状態の表示

貸借対照表は、会計期間末日（決算日）の企業の財政状態を示します。左側に「資産」、右側に「負債」と資産－負債で算出される「純資産」が配置されます。資産は企業が保有する経済的資源、負債はその経済的資源を放棄する義務と定義されます。したがって資産から負債を差し引いて算出される純資産は、結果的に企業自身の持分（株主持分）ということになります（ただし、純資産には非支配株主持分や新株予約権を含みます）。この構造から考えれば当然のことですが、左側の「資産」と右側の「負債

+純資産」は、必ず一致します。

前月号で説明した通り、純資産の増加（資産の増加－負債の増加）は包括利益（当期純利益＋その他の包括利益）であり、損益計算書や包括利益計算書は貸借対照表で示される当期利益（利益剰余金の当期増加部分）やその他の包括利益の発生状況を示しています。つまり、貸借対照表は期末のストック、損益計算書や包括利益計算書は貸借対照表で示される特定の項目の期中の増減（フロー）を示していると言えます（図表1）。

（図表1）期首・期末の資産の状況（貸借対照表）と期中の増減（損益・包括利益計算書）



（注）作図の都合上、期首と期末とで負債と純資産の上下を実際の貸借対照表とは逆に表示している

（出所）筆者作成

このように資産と負債とで損益や財政状況を測定する手法は退職給付会計も年金財政決算と同様です。退職給付制度の財政状態を表す貸借対照表には退職給付債務と資産とで積立状況を表示し、コストは退職給付債務の増加（勤務費用+利息費用）から年金資産の増加（期待運用収益）を差し引いて求めます。ただし、企業にとって退職給付はコストですから、負債>資産の状態でもさほど深刻には考えません。これが企業全体で負債>資産となったとすると、大変な事態となります。負債>資産の状態は、“債務超過”と呼ばれ、上場企業であれば市場から撤退を余儀なくされるなど、企業にとっては危機的な状況であるからです。

退職給付でも積立状況は良好であることが求められますが、それは約束した給付を確実に払いコストの軽減を目指すためであ

って、積立超過を拡大させ利益を追求することが目的ではありません。日本の退職給付会計にはありませんが、IFRS には超過資産が企業に返還されないなど企業に経済的便益をもたらさないと考えられる場合には、積立超過でも超過部分の資産計上を認めないという規定（アセットシーリング）があります。これはそうした考えの表れの 1 つと思われます。

なお、退職給付会計で測定された退職給付債務と年金資産は企業の貸借対照表に負債や資産として直接計上せず、その差額を負債又は資産として計上します。これは、従業員や退職者の給付以外に使えない年金資産を資産計上すると、企業が他の資産と同様に自由に利用できるように見えてしまうからです。

2. 単独決算と連結決算の財政状態の表示方法の差異

日本基準では連結決算と単独決算とで貸借対照表への計上額の算出方法が異なります。連結決算はいわゆる“即時認識”を行い、期末の退職給付債務と年金資産の差額をそのまま表示するのに対し、単独決算では当該差額から費用処理が繰り延べられている部分（未認識数理計算上の差異の残高及び未認識過去勤務費用の残高）を控除した額を負債又は資産として計上します。

単独決算の処理は、実現した損益に基づいて積立状況を反映するという考え方によるものです。費用処理が行われていない未認識部分はあくまで未実現の損益であり、資産・負債の帳簿価格には織り込まないという立場です。これに対し、連結決算の処

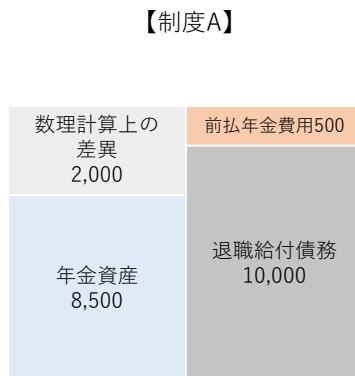
理は損益が実現しているか否かに関わらず、期末時点での債務・資産の評価をそのまま積立状況に反映させようとする考え方です。

両者の比較では、期末時点の積立状況を正確に反映するという点で、連結決算の手法に軍配が上がるのではないのでしょうか。例えば、期末時点で株式市場が暴落し、年金資産が減少していた場合に、損失を被っていない状態の積立状況を表示すると投資家をミスリードしてしまう懸念があります。具体的には、図表 2 のように A 制度と B 制度と 2 つの制度があったとします。A 制度は積立不足ですが、数理計算上の差異の損失が 2,000 あります。この場合、積立状態は $10,000 - 8,500 - 2,000 = \blacktriangle 500$ となり、貸

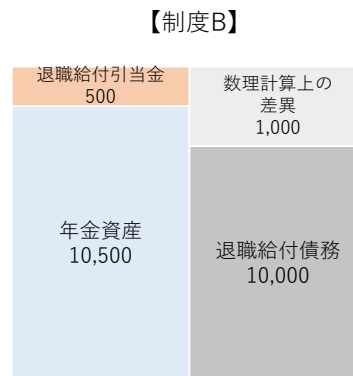
借対照表には前払年金費用 500 が資産に計上されます。一方、B 制度は積立超過ですが、1,000 の数理計算上の差異（利益）があります。このため、積立状態は $10,000 - 10,500 + 1,000 = 500$ となり、退職給付引当

金が 500 負債に計上されます。このように費用処理の状況次第では、実際には積立超過の制度が積立不足に、逆に実際には積立超過の制度が積立不足として表示されることがあり得ます。

(図表 2) 単独決算における貸借対照表計上額



$10,000 - 8,500 - 2,000 = \blacktriangle 500$
連結決算であれば、 $10,000 - 8,500 = 1,500$ (積立不足)



$10,000 - 10,500 + 1,000 = 500$
連結決算であれば、 $10,000 - 10,500 = \blacktriangle 500$ (積立超過)

(出所) 筆者作成

数理計算上の差異が損失であったとしても、価格が回復して損失が解消する保証はありません。逆に利益であっても価格が下落して利益が消失するとは限りません。少なくともその時点の時価で評価すれば、ミスリードにはつながらないはずです。

もともと海外でも日本の単独決算のような処理方法が採用されていましたが、米国基準や IFRS では即時認識を適用するよう改正が行われ、日本もこれに倣って 2013 年度に連結決算に関しては即時認識が適用されました。しかしながら、単独決算については種々の理由から従来の方法を継続することとされ、現在に至っています。

前月号で指摘した通り、退職給付債務及び年金資産を期末時点での価額で評価するのは損益計算書ではなく、包括利益計算書

の、その他の包括利益を通じて行います。数理計算上の差異はあくまでも確定した損益ではないからです。

退職給付会計で悩ましいのが年金資産から発生する数理計算上の差異です。年金資産は常に時価が変動し、同時に売買も行われているため、いつどれだけの損益が実現するかの判定が困難です。持合株式であれば売却すると価格変動リスクから解放されますが、年金資産には価格変動リスクから解放されることが通常ありません。そこで、日本の会計基準では従業員の残存期間中に損益が実現するとみなし、従業員の平均残存勤務期間内の一定期間で数理計算上の差異を規則的に償却します。一方、IFRS では損益が確定する根拠が見出せないとして、損益計算書への計上を認めていません。

3. 積立型と非積立型の積立状況開示

当たり前のことですが、企業年金制度で積立超過となっても年金資産から退職一時金制度の給付を行うことはできません。年金資産が退職一時金制度と企業年金制度の退職給付債務の合計額を超過していても、一時金給付のためには追加資金が必要です。退職一時金と企業年金制度の複数の制度を実施している場合には、制度毎に積立状況を表示することが求められます。退職一時金と企業年金制度の両制度を実施する会社で、企業年金制度が積立超過であったとすると、貸借対照表には企業年金の超過部分が資産計上され、退職一時金の積立不足が負債計上されます。また、グループ企業で複数の制度を実施している場合、連結決算では積立超過の制度の積立超過額の合計、積立不足の制度の積立不足の合計額を各々貸借対照表に計上します。

積立状況に関しては、より追加的な情報

を提供する目的で、積立型・非積立型に分けて退職給付債務及び年金資産を開示することが要請されています。積立型制度は通常は、法的に拠出義務がある企業年金制度ですから、積立不足が大きいと積立不足解消のために追加掛金の拠出が要請されることとなります。一方、非積立型制度は給付発生のタイミングは不明ですが、将来的に不足額相当の資金が流出することとなります。その意味では、積立型・非積立型に分けての積立状況の開示は情報としての有用性があると言えます。

しかし、課題がないわけではありません。退職給付信託が設定された制度が積立型に分類されることです。現状の開示ルールでは、退職給付信託を設定している企業で積立型・非積立型の開示が実態を表さなくなる可能性が生じます。この点に関する問題は次号で説明します。

4. 税効果会計と退職給付会計上の取扱い

「退職給付に係る調整」及び「退職給付に係る調整累計」について、注記で各々税効果控除前の数値が表示されます。

一方、包括利益計算書及び貸借対照表に計上される額は各々、税効果が考慮された後の数値が計上されます。具体的には税効果控除前の数値×(1-実効税率)で求められる額です。実効税率は本社所在地や会社の規模によっても差がありますが、現状であれば概ね30%となります。こうした税効果は数理計算上の差異等だけでなく、退職給付費用と掛金との差額である退職給付に係る負債及び資産にも適用されます。以下では、この「税効果会計」について説明し

ます。

企業会計では収益から費用を差し引いて利益を求めます。これに対して課税所得の算出は、益金から損金を差し引きます。収益と益金、費用と損金は原則一致しますが、完全に一致するわけではありません。例えば、交際費は企業会計では支出額全額が費用ですが、税務上は損金とならない部分があります。また、企業が受け取る配当金は企業会計では収益ですが、税務上は益金に算入されない部分があります。貸倒引当金は、引当金計上時点では税務上損金として認められなくても、実際に損失が確定した時点では損金と認められます。このように

企業会計と税制には差異があり、その差異には時期が到来すれば解消される差異と永久に解消されない差異があります。上記の例で言えば、貸倒引当金のように企業会計と税とで費用と損金を認識する時点が異なることによる差異を一時差異と呼び、交際費や配当金のように永久に解消されない差異を永久差異と呼びます。

税効果会計は、企業会計と税の認識時期の違いに基づく一時差異について不一致を修正する処理です。税金も企業にとって費用であり、期間損益である当期利益を正確に反映するために、税費用を正確に期間配分しようとする処理です。企業会計では、支出（キャッシュフロー）を期間配分して

具体的な数値で税効果の処理を説明します。退職給付費用を 100、掛金拠出額を 60 とします。税務上の費用すなわち損金となるのは掛金の 60 であり、退職給付費用は益金として課税対象となります。したがって、課税所得は税引き前利益に退職給付費用を加算し、掛金を差し引いて求めます。税引き前利益が 200 であったとすると $200 + 100 - 60 = 240$ が課税所得となり、法人税率を 30% とすると法人税は 72 となります。税効果を適用しない場合、税引き前利益 200 に対し、法人税 72 が差し引かれ、当期純利益は 128 になります。この当期純利益 128 は税引き前利益 200 に対し 64% の水準です。

税効果を適用する場合、退職給付費用 100 と掛金 60 の差額 40 が対象となります。この差額が将来掛金として拠出されると、拠出された段階で課税所得を 40 引下げ、税負担がその分軽減されるはずですが、そこで、軽減される税額 ($40 \times 30\% = 12$) を法人税等調整額として計上します。このケースで

費用を算出しますが、税支出も期間配分して税費用を求める考え方といえます。

退職給付制度においては、企業会計上の費用は退職給付費用であり、税務上の損金となるのは、年金は掛金、退職金は支払い額です。退職給付費用と掛金及び退職金支払額は各会計期間では一致しませんが、最終的には必ず一致します（制度存続中は一致しなくても、制度終了時には必ず一致します。ちなみに、過去の会計上の費用累計と支払総額の差を一致させるのが制度終了会計です）。要するに、税務上の損金（掛金及び退職金の支払額）と退職給付費用は一時差異であるため、税効果の対象になるということです。

は、税引き前利益 200 から法人税 72 を差し引いた 128 に法人税等調整額 12（将来軽減されると見込まれる法人税等相当額）を加え、140 が当期純利益になります。当期純利益 140 は税引き前利益 200 の 70%（1-法人税率（30%））であり、税引き前利益に正確に対応することになります。

なお、法人税等調整額の計上によって利益剰余金（当期純利益）が増加する見合いとして、無形固定資産である繰延税金資産 12 を計上します。貸借対照表には、退職給付費用 100 と掛金 60 の差である 40 の退職給付に係る負債が計上されており、この負債が解消（掛金拠出）された時点での税負担の減少額でもあります。

ちなみに、退職給付費用 < 掛金 の場合は逆になります。この場合、当期の法人税負担は少なくなりますが、将来の掛金額が減少し、それに見合って法人税等の負担は増加します。よって、将来の税負担の増加分だけ利益を減少させるよう法人税等調整額

を計上します。利益剰余金が法人税等調整額分だけ減少する見合いとして、負債の部

に繰延税金負債を計上します。(図表 3)

(図表 3) 課税所得の算出と税効果の適用

税引前利益が200であった場合

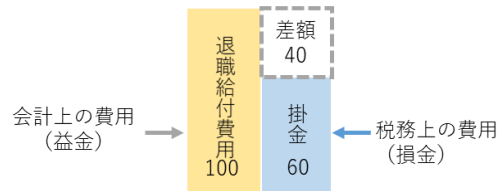
課税所得

$$= \text{税引前利益} + \text{退職給付費用 (益金)} - \text{掛金 (損金)}$$

$$= 200 + 100 - 60 = 240$$

税額 (実効税率30%の場合)

$$= 240 \times 30\% = 72$$



税効果を使わない場合

税引前利益	200
法人税充当額	72
当期純利益	128

税効果を使う場合

税引前利益	200
法人税充当額	72
法人税等調整額	(12)
当期純利益	140

資産の部	負債の部
	退職給付に係る負債 40
無形固定資産 繰延税金資産 12	純資産の部
	当期純利益 (法人税等調整額12)

(出所) 筆者作成

税効果は、実際に掛金が拠出された場合に解消されます。例えば、標準掛金 100 に加え積立不足となっている 40 について特別掛金を拠出したとします。その期の税引き前利益を 200、退職給付費用を 100 と仮定すると、課税所得は税引き前利益 200 に退職給付費用 100 を加え標準掛金と特別掛金合計の 140 を差し引いた 160 となります。税率 30% を乗じた 48 が法人税です。税引き前利益 200 から法人税 48 を差し引いた額から、法人税等調整額 12 を差し引いて (繰り延べ税金資産を取り崩し)、当期純利益

140 が求められます。

税効果は、包括利益計算書でその他の包括利益を計上する場合にも適用されます。注記には退職給付に係る調整累計額の金額も開示されますが、開示される数値は税効果控除前の数値です。貸借対照表のその他の包括利益累計の欄に計上されている退職給付に係る調整累計は税効果控除後ですから、異なった数値になります (各社によって異なりますが、実効税率が 30% 程度であり概ね 7 割水準 (1-実効税率) になるはず)。(図表 4)

(図表 4) 税効果の解消

掛金拠出前		【損益計算書】		掛金拠出後	
【貸借対照表】				【貸借対照表】	
資産の部	負債の部	税引前当期純利益	200	資産の部	負債の部
	退職給付に係る負債 40	法人税等	▲48		退職給付に係る負債 0
繰延税金資産 12	純資産の部	法人税等調整額	▲12	繰延税金資産 0	純資産の部
	法人税調整額 12	当期純利益	140		法人税調整額 0

<前提条件>		<退職給付費用の計上>		<特別掛金を拠出しなかった場合>	
税引前当期純利益	200	退職給付費用 100 / 退職給付に係る負債	100		
退職給付費用	100				
標準掛金拠出額	100				
特別掛金拠出額	40	<年金制度への掛金拠出>		課税所得	= 200 + 100 - 100
		退職給付に係る負債 140 / 現金	140		= 200
<課税所得の計算>		<税効果の解消>		法人税等	= 200 × 30%
税引前当期純利益 + 益金 (退職給付費用)		法人税調整額 12 / 繰延税金資産			= 60
- 損金 (標準掛金 + 特別掛金)				当期純利益	= 税引前当期純利益
= 200 + 100 - (100 + 40) = 160					- 法人税等
法人税 = 160 × 30% = 48					= 200 - 60
					= 140

(出所) 筆者作成

次号は、キャッシュフロー計算書と退職給付会計で会計上の年金資産として認められる退職給付信託について解説することとします。

なお、本稿における意見に関する部分は筆者個人の意見であり、所属する組織のものではないことを申し上げます。

ESG 投資の潮流 第 7 回

インベストメントチェーンと ESG 投資

受託運用部 フェロー 岡本 卓万

ESG 投資への関心が高まっています。本シリーズでは ESG 投資が拡大する背景、ESG 投資の手法や進展の歴史を解説した上で、ESG 投資と受託者責任の関係のほか、気候変動、インベストメントチェーンといった関連する周辺の話も取り上げます。

ESG 投資の周辺では、投資家と投資先の企業のほかにも様々な団体や監督当局が存在し投資家に ESG 投資を促す活動や企業に環境保護を促す活動を行っています。これらの活動はインベストメントチェーンに紐づけることで、様々な活動の意図や意義が理解しやすくなります。

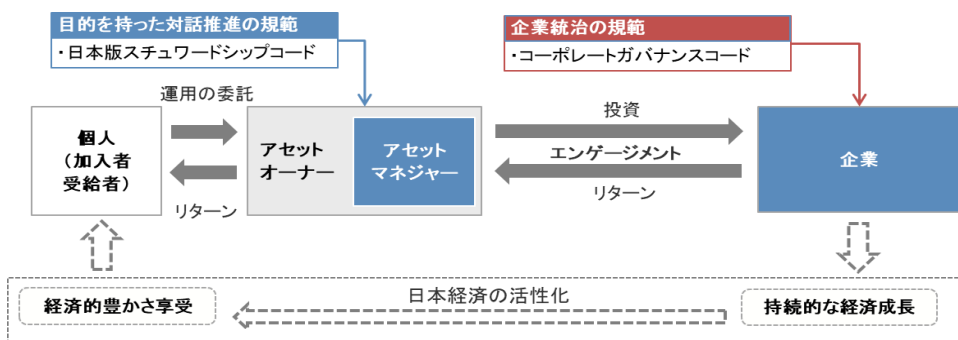
1. インベストメントチェーンとは

インベストメントチェーンの考え方が、日本に持ち込まれたのは 2014 年ごろです。同年に経済産業省が公表した伊藤レポート^{注1}（「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書）や、金融庁が制定した日本版スチュワードシップ・コード^{注2}（「責任ある機関投資家」の諸原則）の中で、述べられています。

インベストメントチェーンは一般に「資金の出し手や受益者から投資先の企業に至

る資金の流れ」と定義されます。伊藤レポートでは、企業の収益性が改善し低迷が続く日本経済を活性化するには、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必要であるとしました。そしてそのためには、インベストメントチェーンを構成するアセットオーナー（マネジャー）や企業といった主体が、企業価値拡大に向けて行動するとともに、両者がエンゲージメント（目的を持った建設的な対話）を行うことが重要と説いたのです（図表 1）。

（図表 1）インベストメントチェーン



（出所）筆者作成

伊藤レポートに前後して、2014年に日本版スチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンスコードが制定されました。これらは、エンゲージメントの強化を担保するものとして、アセットオーナー（マネジャー）と企業それぞれに対して設けた行動規範だと位置づけられます。

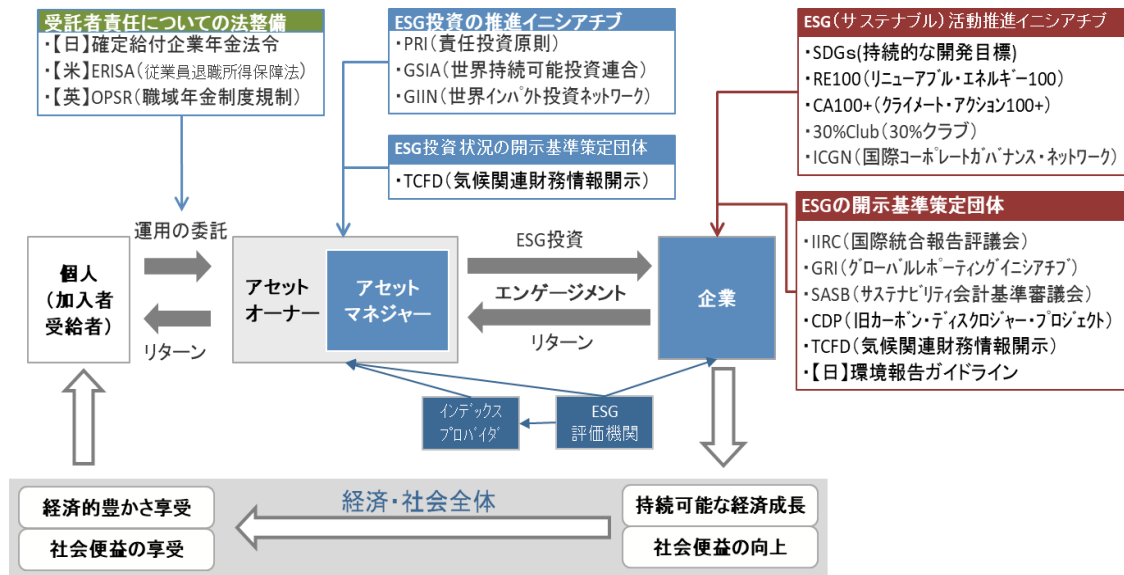
このように、伊藤レポートは日本経済の活性化という観点から、インベストメントチェーンの効率化を検討したものといえます。そしてそのカギとなるのはエンゲージメントであり、それを促す二つの行動規範があるという構造になっています。

2. ESG投資とインベストメントチェーン

さて、次にESG投資の観点から見たインベストメントチェーンを考えてみることにします。結論から述べると、ESG投資においては、アセットオーナー（マネジャー）や企業といった主体の行動を促すイニシア

チブやESG開示を促す基準が非常に多いのが特徴です。企業やアセットオーナー（マネジャー）にとっては、これらイニシアチブや基準の動きにも注意する必要があります。

(図表2) ESGの観点で見たインベストメントチェーン



(出所) 筆者作成

図表2に、ESGの観点で見たインベストメントチェーンを示します。図表1と比較しますと、インベストメントチェーンのコアになる部分にはよく似ていますが、一つ異なるのは、インベストメントチェーンの効率化がもたらすものが、経済の持続可能な

成長と社会便益向上の同時達成であるところではあります。

インベストメントチェーン効率化のカギは、アセットオーナー（マネジャー）と企業の主体的な行動や両者の間のエンゲージメントであることはもちろんですが、この

他にもESG評価機関や、ESGインデックスのプロバイダも、ESG投資のインベストメントチェーンの中で重要な役割を果たすプレーヤーといえるでしょう。

ESG投資の観点で見た場合、インベストメントチェーンの周辺にアセットオーナー（マネジャー）や企業の行動を促すイニシアチブや、開示を促す基準が多く存在するのが特徴です。図表では影響力が大きいと考えられる主要なもののみ記述しています。

また規制当局はESG投資と受託者責任の関係についての法整備を行っています。

こうした周辺のイニシアチブの活動や基準は、アセットオーナー（マネジャー）や企業の活動の変化を通じてインベストメントチェーンの機能に影響を与えます。したがってどのようなイニシアチブがどのような活動を行っているか、どのような開示基準があるのかを把握しておくことが重要です。

3. ESG投資のイニシアチブ、開示基準

ここからは、図表2で示した、ESG投資のインベストメントチェーンを取り巻くイニシアチブや開示の基準をご紹介します。

まずはアセットオーナー（マネジャー）に影響を与えるイニシアチブや、開示の基準を紹介します（図表3）。

（図表3）ESGのイニシアチブ、開示基準（アセットオーナー（マネジャー）への影響）

ESG投資を推進するイニシアチブ

PRI 責任投資原則	国連が世界の有力機関投資家に呼びかけ発足。ESGの普及を通じて、投資の意思決定プロセスにESG課題を組み入れることを目指す。
GSIA 世界持続可能投資連合	ESG投資の調査機関の連携組織。ESG（サステナブル）投資の普及を目的とする。隔年で調査統計を実施。
GIIN 世界インパクト投資ネットワーク	ロックフェラー財団を中心とした投資家により創設。インパクト投資の活性化を目的に、投資の社会・環境への影響（インパクト）の評価指標標準化を目指す。

ESG投資の状況の開示基準

TCFD: 気候変動関連情報開示タスクフォース(※)	BIS金融安定理事会が呼びかけ、金融機関、監査法人、投資家、企業など幅広い実務家が参加。気候変動に関連する情報開示のガイドラインを提言。
----------------------------	--

(※)の開示基準は気候変動問題に関するもの

受託者責任についての法整備

【日】 確定給付企業年金法令	(2018年DBガイドライン改正)『運用受託機関の選任については、…(略)…、運用受託機関のESGに対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい。』
【米】ERISA 従業員退職給付保障法	(労働省解釈通達2015-1)『ESG問題が年金投資の経済価値に影響すると考えられる場合には、ESG問題は投資判断のための主要な分析対象となり得る。』
【英】OPSR 職域年金制度規制	(2018年の改正)『投資過程で財務的に重要と考えられるESG要素を考慮するよう求める。重要でない場合でも加入者が同意する場合にはESG要素の考慮を認める。』

(出所) 筆者作成

ESG投資を推進するイニシアチブ

図表3の上段はESG投資を推進するイニシアチブです。PRIはこのシリーズの第4回(本紙7月号)で紹介したESGの普及をグローバルに呼びかける団体です。GSIAは、定期的にGSIAレポートというESG投

資の残高統計を発表していることで有名です。GIINは最近ESG投資の中でも注目を集めつつあるインパクト投資(投資リターンと社会便益向上の両方を目指す投資)を推進する団体です。

ESG投資の開示基準

図表3中段はESG投資の状況の開示基準に関するものです。アセットオーナー(マネジャー)がESG投資の状況を開示する動きが欧州を中心に進んでいます。ここでは日本の投資家ともかかわりのある基準としてTCFDを紹介します。TCFDは企業やアセットオーナー(マネジャー)に対して気候関連財務情報開示を提言したものです。

開示を行うかどうかは任意ではありますが、ESG投資商品の提供を行う立場にあるアセットマネジャーや、公的年金などのアセットオーナーはTCFDに準拠した開示に比較的積極的です。日本ではGPIFが2018年にTCFDに賛同し、翌年からこれに沿った開示を行っています。

ESG投資の受託者責任の法整備

第5回(本紙8月号)で述べましたが、ESG投資の受託者責任に関する法的解釈は国によって異なります。英国が財務的に重要でない場合にもESGの考慮を認めるとしているのに対し、米国は投資の経済価

値に影響があるときにのみESG投資が認められるという考え方です。日本は米国の考え方に近いといえるでしょう。法解釈も時代によって変化していることには注意が必要です。

企業のESG活動を推進するイニシアチブ

次に企業のESG(サステナブル)活動を推進するイニシアチブや、ESGの開示基準についてご紹介します(図表4)。企業に対してESG活動を促す団体やESGの開示を促す基準は多くあり、気候変動問題に関するものだけでもいくつもの団体や基準があります。ここにすべては掲載できませんが、主要なものを紹介します。

図表4の上段は企業に対してESG活動を促すイニシアチブです。E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)それぞれについて推

進する団体が存在します。国連がイニシアチブをとるSDGsは日本でも認知度が高まってきました。個々の企業が自社の特性を生かしながら持続的な成長への取り組みを行うことは、企業価値向上にも直結するものです。

ESGのうちE(環境)については多くのイニシアチブがあります。特に気候変動問題に関連してRE100(環境問題に先進的に取り組む企業が協働して再生可能エネルギー100%化にコミットするイニシアチブ)や、

CA100+(大企業かつ温室効果ガス排出量の多い企業に対して投資家側から協働エンゲージメントにより対策を促すプロジェクト)、CDP(炭素排出量などの環境負荷の開示と削減を促すプロジェクトで日本でも活動が盛んです)など、様々なイニシアチブが企業に問題解決に向けた行動をとるよう

促しています。

また、S(社会)については、取締役のうち30%以上を女性にしようと呼びかけるイニシアチブがあります。G(ガバナンス)は、ESGの中でも最も早くから必要性が叫ばれてきた分野ですが、ICGNという、ガバナンスの専門家による団体があります。

(図表4) ESGのイニシアチブ、基準(企業への影響)

企業のESG(サステナブル)活動を推進するイニシアチブ

SDGs: サステナブル 開発目標	国連加盟国193か国が2030年までに達成を目指す117の目標と169のターゲット。経済・社会・環境を並び立たせた持続可能な開発を目的とする。
RE100: リニューアブル エネルギー100% (※)	環境NGOのThe Climate GroupとCDPが運営するイニシアチブ。世界で影響力ある企業が加盟し、再生可能エネルギー100%化を宣言し活動を推進。
CA100+: クライメート アクション100+ (※)	世界のアセットオーナーと運用機関による協働エンゲージメント。温室効果ガス排出量の多い大企業に対し、気候関連情報開示とガバナンス対応を求める。
CDP: シーディーピー (※)	機関投資家が協働して、企業に気候変動に対する戦略や温室効果ガス排出量等に関する公表を求めるプロジェクト。現在は「気候変動」「森」「水」領域で活動を推進。
30%Club: 30%クラブ	英国から始まったキャンペーン。メンバーは各国の投資家や企業の経営者クラス。役員に占める女性割合の向上を目指す。
ICGN: 国際コーポレート ガバナンス・ネットワーク	世界の投資家が集まって設立したガバナンス専門家団体。コーポレート・ガバナンスとステークホルダーシップの向上を目指す。

企業のESG情報開示基準

IIRC 国際統合報告評議会	企業、投資家、監査法人、監督当局、NGOなど幅広い関係者が参加。企業の財務情報、非財務情報を統合した報告フレームワークを策定。
SASB: サステナビリティ 会計基準審議会	投資家、金融機関、環境団体等で構成。業種ごとに異なるESGに関する重要指標を特定することで、企業間の比較可能性を向上させることを目指す。
TCFD: 気候変動関連情報 開示タスクフォース (※)	BIS金融安定理事会が呼びかけ、金融機関、監査法人、投資家、企業など幅広い実務家が参加。気候変動に関連する情報開示のガイドラインを提言。
GRI: グローバル・レポー ティング・イニシアチブ	サステナビリティに関する国際基準の策定を使命とするNGO。企業活動が環境、社会、経済に与える影響を開示するサステナビリティ報告書の基準を策定。
【日】環境報告ガイドライン (※)	環境省が策定。事業者が自らの事業活動に伴う環境負荷低減や環境配慮の取組状況を報告する際に利用することを想定。

(※)のイニシアチブおよび開示基準は気候変動問題に関するもの

(出所) 筆者作成

企業のESG情報開示基準

図表4の下段は企業のESG情報開示基準を掲載しました。IIRCはESG情報を含む非財務情報を財務情報に統合したうえで開示しようとするもので、これに基づいた「統

合報告書」は日本でも大手企業を中心に500社以上の企業が発行しています。TCFDは気候変動による企業の財務リスクに焦点を当てた開示のガイドラインで、日本では経

経済産業省などの呼びかけもあり世界最多となる 299 (2020 年 8 月現在) の企業と機関が賛同を表明しています。

SASB は業種ごとに異なる ESG に関する重要指標を特定し公表しています。こうすることで投資家にとって各企業の開示情報を比較可能になり、投資意志決定に寄与すると考えられます。

GRI スタンダードは企業活動が環境、社会、経済に与える影響を開示する基準で(前記の 3 基準が ESG 要因が企業財務に与える影響を開示するものであるのとは対照的です)、サステナビリティ・CSR 報告書で用い

られます。

日本でも環境省が環境報告ガイドラインを策定しています。これは GRI スタンダードと同様、企業活動が環境、社会、経済に与える影響を開示する基準といえます。

様々な開示基準が提言されていますが、開示基準が多すぎても、企業によって準拠する基準が異なるため比較ができないことや、どの基準で開示すべきかわかりにくいといった問題が生じます。そのため、開示基準の統合についても関係者間で検討されているようです。

4. まとめ

今回は ESG 投資の観点からインベストメントチェーンを概観しました。持続可能な経済成長と社会便益の向上の両立という全体目標を達成するためには、インベストメントチェーンが効率的に機能することが必要です。

企業に対し、様々なイニシアチブや基準が ESG 活動の強化に向けた働きかけを行っています。しかしこれらが経済活動と社会便益向上のどちらか一方に偏った動きだしたら、インベストメントチェーンの機能

を非効率にし、結局はどちらも達成できないということになりかねません。また、アセットオーナーとしては、インベストメントチェーンの外部にいる人々から社会便益に沿った資産運用を行うよう要請された場合、それが受託者責任に反するものでないかよく吟味する必要があります。インベストメントチェーンの直接の参加者はもちろん、外部のイニシアチブや基準策定の推進者にも、インベストメントチェーンの力学を理解した取組みが望まれます。

次回は、インベストメントチェーンにも大きな影響を与える気候変動問題について解説します。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：経済産業省、「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書、2014

注 2：金融庁、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》、<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>

これからの企業行動

行き過ぎた株主最優先・利益重視経営方針の反省②

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前月号は、企業年金の資産・運用管理の担当者（以後、「担当者」）が、「株主至上主義」・「株主第一主義」・「株主資本主義」の見直しという問題意識の高まりにどう取り組むかの検討に参考になると考える、「近江商人の教え」と「アダム・スミスとケインズの株式会社に対する考え」を取り上げました。

それに続き今月号では、「インデックス・ファンドの父」と呼ばれるバンガード創業者のジョン・C・ボーグルが論文「現代株式会社と公共利益」^{※1}で唱える、今の「代理人社会」(agency society)の「代理人」(agent)が「受託者」(fiduciary)へと「進化・深化」した社会、「受託者社会」(fiduciary society)^{※2}を検討します。

1. ボーグル論文の問題意識

ボーグルは論文（以下、ボーグル）執筆の目的を、冒頭で次のように述べます。

- 1) 「機関投資家の躍進」と、それに伴う「株式所有の集中化」の問題点を議論する。
- 2) 現代の企業が積極的に関与すべき、「公共の利益」とは何かに答える。
- 3) 「受託者の義務」(fiduciary duty)と「公共の利益」を最重要とする社会実現への処方箋を提示する。

これらは、ボーグルの提唱する資本主義（企業）社会のあるべき姿としての「受託者社会」(fiduciary society)への道程を示すとともに、「株主至上主義」・「株主第一主義」・「株主資本主義」の見直しという問題意識の高まりへの対処検討に必須となる、次の「問い」に答えるための貴重な参考材料を、「担当者」に提供します。

- 社会と生きる存在である企業（経営者）の力を、誰のために使うのか。
- それを望ましい方向に使うことを推し進めるために、何ができるのか、あるいは、何をなすべきなのか。

ボーグルの「受託者社会」という資本主義（企業）社会の様式は、当然ながら一朝一夕にして現れるものでも、無から一挙に作り出せるわけでもなく、それ以前の社会様式から生まれるものです。そこで、「受託者社会」はどのようなもので、どのように参考にできるのかを検討するため、a)「受託者社会」に至るまでの資本主義（企業）社会にはどのような様式があり、b)その特色はどのようなものであり、そして、c)後の様式はどのように前の様式から移行したのか、これらについてのボーグルの考察を見ることから始めます。

2. 個人所有社会

最初に言及される様式は、「個人所有社会」(individual ownership society)です。

(ちなみに、1945年には個人の株式保有比率が92%であったとボーグルは指摘します。)

ボーグルは、この様式が主流だった時代、資本主義システムは妥当・有効に機能していたと評価します。そしてその理由として、大株主(個人)が自らの利益を守る法的権利と議決権の双方を持っていたことを挙げます。あの「シルク・ハットを被った大資本家が、お金(元手・資本)を出して事業・企業を立ち上げ、自らが先頭に立って率いて利益を出し、その利益を配当として手にする。」とてもシンプルでステレオタイプな古典的「The資本主義(企業)社会」のイメージがわかります。

しかしボーグルは、「このような時代は

過ぎ去りもう二度と戻らない」と断じます。なぜなら、個人の株式保有比率が92%から今日の27%にまで低下するという、劇的な歴史的いきさつの「株式所有の小規模化」、すなわち「株式所有の拡散化」が、「株主権力の実効的な低下」という重要な変化を招いたからだと言及しています。

そしてこの重要な変化は、株式所有者の「切り札」である「議決権を源泉とする力」には何ら変わりはないのに生じた、と述べます。「なぜこのような不思議なことが起きたのか?」という疑問を感じさせるのです。

ボーグルはその原因を、「個人所有社会」からの様式移行に求めます。つまり、「権力の源」である「議決権の力」それ自体ではなく、「その力の行使主体」の変遷、すなわち「誰が」株主なのかで説明するのです。

3. 代理人社会

「個人所有社会」に次ぐ2つ目の様式は、現在も続く「代理人社会」(agency society)です。

「代理人」(agent、受任者、受託者)という用語は、自分である「本人」(principal、委任者、委託者)に代わり、「本人」の利益のために、何らかの行為を行う他者を指すときに使うのが一般的です。従って、本稿の文脈で「代理人社会」とは、次のような理解になるでしょう。

i) 「本人」である株主に代わり、株主のために「代理人」である経営者(CEO)が会社

経営を行うことが、普通に定着している社会。

ii) 「本人」であるアセットオーナーに代わり、アセットオーナーのために「代理人」であるアセットマネジャー(機関投資家)が投資を行うことが、普通に定着している社会。

本稿は便宜上「代理人社会」を、ボーグルのいう株式所有の形態特徴で2つに分けますが、ボーグルにはこの区分はなく、専ら現在主流である後述の3-2. に絞った考察をしています。

3-1. 株式の「拡散所有」：バーリ＝ミーンズの世界

A. バーリとG. ミーンズは、1932年に発表した「近代株式会社と私有財産」^{注3}（以後、バーリ＝ミーンズ）で次のような指摘をします。

「今やアメリカにおける巨大企業の株式は、(1) 特定の個人ではなく、非常に多くの人々に拡散して所有されており、(2) そしてその経営は、株式をほとんど所有していない専門的な経営者によってなされるようになっている。」（前述の i）です。）

ボーグルは、バーリ＝ミーンズは現在の資本主義をも煩わす「問題」の基本構造を、説得力を持ってあぶり出したと評価し、バーリ＝ミーンズの世界を次のように要約します。

1. 所有権の地位は能動的なもの (active) から受動的なもの (passive) へと変質した。
典型的な株式所有者は、企業についての権利や期待を持つが、企業に変化をもたらす実質的な力は持たない。
2. かつて所有権と一体であった精神的価値は、所有権と切り離された。
3. 個人の富の価値の大方は、企業を率いる人たちによって決まる。
しかし典型的な株式所有者は、その「人たち」には何ら影響力がない (no control)。
4. 個人の富は極めて流動性が高くなり、一瞬にして他の形態の富に転換可能である。
5. かつては所有権と不可分であった権力と責任やその他の重要事は、今や企業の支配力を手中に収める別の集団に移った。

ここでボーグルの言う「問題」とは、株式所有が小規模化 = 拡散化して権力が低下した「株主」（本人）に代わり、別の集団である「経営者(CEOs)」（代理人）が支配力を得て台頭した、という歴史的な事実から派生するものです。本稿は、なぜ「経営者(CEOs)」という「代理人」が表舞台に登場することになったのかを、次のように理解します。

「個人所有社会」における企業が成長してある段階に達すると、それまでに蓄積されてきた技術の進歩・複雑化は既存の社会枠には収まらなくなり、企業社会に大きな変化をもたらすようになった。そしてその強力な推進力は、① 企業経営に関する情報・知識の高度化・複雑化・専門化と、② 事業を遂行するために予め固定される資本額の増大、だったと考えられる。

- 従って企業の成長がある段階に達すると、経営に関し高度化・複雑化・専門化した情報・知識を独占する経営中枢の存在なしには、大資本家＝企業家は自らの生み出した企業を有効に機能させることが難しくなった。(①)
- 同時に、事業・企業規模の拡大につれ、大資本家といえども事業に必要な資本を単独で全額負担するのは無理がある、ないしは、あまりにもリスクとなり、自らの構想を実現させるためには他者の出資を求めざるを得なかった。(②)
- かくて、株主の小規模化・拡散化の進展により、新たな（一般）株主の割合が増えるにつれ起きたことは、少し想像たくましく言うならば、もともと企業経営に関する情報・知識に疎く、専

ら関心・興味の中心は企業の経営よりも配当や株価であった、これら一般株主がますますその傾向を強めた結果、経営支配の最終的権力である「経営者の任免権」さえも、実質上、手放してしまうことになった。(①+②)

以上のような要因が相まった帰結が、企業における権力の、株式所有者(大資本家 =

大株主、一般株主)から経営者への移行だったと考えたいと思います。

そしてこれこそが、「2. 個人所有社会」の最後に述べた「不思議」、言い換えると、所有者である株主に代わり、所有権に基づく法律上の根拠なしに、経営者が企業を実効的に支配することになる「所有なき支配」のカタクリ、というわけです。

3-2. 株式の「集中所有」：機関投資家の台頭

既に述べましたように、個人投資家の保有比率は現在の27%までに低下し続けて来たとされますが、ではこのトレンドを成り立たせた立役者、小規模化・拡散化する株主・株式の「受け皿」となったのは誰だったのでしょうか？ その答えが「機関投資家」なのです。ボーグルは、この株式の所有主体変遷に伴う所有のありさまを、「拡散所有」(diffused ownership)に代わる「集中所有」(concentrated ownership)と命名します。

このステージになると、a) 既に企業経営を専門経営者に任せていた(「代理人」にしていた)株主の小規模化・拡散化による新たな(一般)株主は、b) 徐々に株式投資も「機関投資家」に任せるようになっていった(「代理人」にした)ということになります。1945年には8%でしかなかった米国機関投資家(投資信託、企業年金、公務員年金等々)の上場企業株式保有比率は、1962年には18%、1982年には50%、現在は推

定で73%、との大幅な増加となっているようであり、正に「機関投資家」グループによる「集中所有」を意味します。(上の i) が継続している下での ii) の進展です。)

そこでボーグルはこのような状況に鑑み、もはや現在の企業がどのように統治されているかを説明できるのはバーリ=ミーンズのモデルではなく、「二層代理人社会」(double-agency society)モデルだと宣言します。このモデルは、次の2つの「代理人」が対峙する現在の構図を映すものとなっています。

- a) 株主の代理を務める義務のある「経営者(CEO)」(corporate managers / agents)
- b) 投資信託の株主*や企業年金等々の顧客の代理を務める義務のある「運用会社」(money managers / agents)

* 米国では、我が国の「契約型」とは異なり「会社型」投資信託が主流である

ここで、これまで見てきたボーグルの資本主義企業社会様式の特徴・変遷についての見解を簡単に整理し、節を改め「1. ボーグル論文の問題意識」で挙げた論文執筆

目的の一点目、「機関投資家の躍進」とそれと密接に関係する「株式所有の集中化」に伴う諸問題の検討に入ります。

資本主義（企業）社会様式	株式所有主体	経営主体
個人所有社会	大資本家個人= 大株主（本人） による集中所有	大資本家個人= 大株主（本人）
代理人社会 / 拡散所有	多数の小規模化一般株主（本人） による拡散所有	専門経営者（代理人）
二層代理人社会 / 集中所有	少数の大機関投資家（代理人） による集中所有	専門経営者（代理人）

4. 代理人の必要性和問題点

一般的に、「代理人」に委任することが妥当とされるのは、何から何まで自分で行うことは、i) 無理・無謀、ii) 時間を含む費用対効果を考えると合理的な選択肢となり得ない、または iii) その意志がない、等の理由で他者に任せることの方が理想的、現実的、あるいはフィデューシャルとさえ言える場合でしょう^{注4}。

本稿の文脈で、このことは、a) 株式の保有者となった一般株主が、経営を高度化・複雑化・専門化した経営スキルを持つ専門の経営者に任せる、b) 企業年金等々のアセットオーナーが資産の運用を、高度化・複雑化・専門化した運用スキルを持つ機関投資家に委託する、場合となります。

しかし、このような「本人・代理人」体制が積極的に活用されるには、「本人」がこの関係を安全・安心と感じることが大前提となります。そしてそれは、「代理人」が期待されたスキルを発揮して、「本人」の利益のため（だけ）にきちんと仕事をしていることが確認・確信できたときであるのは言を俟ちません。従って、「本人」が誰かの「代理人」であり（以下、「本人」）、さらに別の「代理人」に行方を委ねる、あるいは、委ねざるを得ない場合には、要求が特に厳しくなります。事業会社のアウト

ソースの場合に、委託の成果物が「要求品質」を満たしているかの定期的点検を怠れないのと同様で、任せっぱなしにしておくことはできません。上述した確認・確信を得るための主体的行動が必須となる所以です。

一方の「代理人」の側としても、このような「証明」を積み重ねることで、職業「代理人」としての信用と信頼を「本人や本人」から得ることが必要になります。それができなければ、「本人や本人」は別の職業「代理人」を任命することになります。

このように考えたとき社会的な仕組みとして株主・受益者等々（以後、「株主」）の立場からは、「集中所有」は、「拡散所有」に比べ安全度や安心感が増したものと評価できるでしょう。なぜなら、「株主」からは次のように見えるからです。

- 「拡散所有」は、「株主 = 本人」と「経営者 = 代理人」という一組の「本人・代理人」体制、すなわち、「株主」が直接「経営者」を監督・監視する必要のある仕組。
- 「集中所有」は、上の体制にプロの投資家である「機関投資家」加わり、「株主」に代わり「機関投資家」が「経営者」を監督・監視する仕組。

つまり後者は、「株主 = 本人」・「機関投資家 = 代理人」/「経営者 = 代理人」という二組の「本人・代理人」体制であり、「経営者 = 代理人」が「株主 = 本人」の利益に背くような暴走をしても（しそうでも）、それを止める（未然に防ぐ）ことを期待できる「機関投資家 = 代理人」が「安全装置」として組み込まれ、一般的には監督・監視には素人の「本人」よりも、適切・適確に経営者との対話や経営者の行動モニターが期待できる効率的・効果的な仕組みと思えるのです。

さらに、「本人や本人¹」が「機関投資家 = 代理人」の監督・監視を行うことは免れないにしても、投資先の「経営者 = 代理人」よりも圧倒的に少ない数であろう、委託先「機関投資家 = 代理人」の監督・監視の方が、個々の「本人や本人¹」だけでなく「本人や本人¹」全体としても、労力・コストの面で大きな軽減が見込めることとなります。

ところが、ボーグルはこのような考えを「甘い」と一蹴します。

株式の保有が、多くの場合に必ずしも事情に精通しているとは言えない個人投資家

(unsophisticated individual investors) から成る「拡散したグループ」(a diffuse group) から、実力ある投資専門家 (powerful investment professionals) から成る「集中したグループ」(a concentrated group) に移っているということだけで、「株主」の安全・安心が保証されているわけでも、それを期待できるわけでもない、にべもありません。なぜなら、「代理人」は「本人」に対しての役目を果たすどころか、「自身の利益を、受益者や所有者の利益に優先している」からだと、経営者と機関投資家の双方を非難します。このことは、「二層代理人社会」の「本人・代理人」体制を支える「代理人」への信用と信頼を、根底から揺るがす重大な告発となります^{注5}。

「甘く」考えていたと認めざるを得なくなる「株主」にとっては、（経営者だけでなく）「機関投資家、お前もか？」となるでしょう。

なお、本稿中の意見にかかわる部分および有り得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。

(次号に続く)

注1: 2019年1月16日逝去したバンガード創業者であるジョン・ボーグル(John C. Bogle) 氏の同誌での最後の論文, "The Modern Corporation and the Public Interest", Viewpoint, *Financial Analysts Journal* Vol.74, 2018 issue 3

なお、当論文は主に米国企業社会の洞察に基づくものですが、掲げられた問題意識は米国だけに当てはまる問題ではありません。そのエッセンスは大いに「担当者」の参考になるものと思料します。

注2: 「受認者」という訳は、Tamar Frankel 著、溜箭将之 監訳 三菱UFJ信託銀行Fiduciary Law 研究会 訳「フィデューシャリー『託される人』の法理論」弘文堂 2014 から取りました。

注3: Adolphe A. Barle, Jr. and Gardiner C. Means, 『The Modern Corporation and Private Property』New York: Macmillan, 1932 (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』、分雅堂銀行研究社、1957年)

注4: 法的に要請されるような場合は除きます。「妥当」という概念にはそぐわないからです。

注5: このことは、原理的に「二層代理人社会」に止まらず、現在我々の身近にある様々な「本人と代理人の関係」を根本から支える「代理人」への信用と信頼の問題でもあります。

<コラム>アドリブ経済時評

一寸の虫にも五分の魂？

新型コロナは、世界で相変わらずの猛威をふるっていて、累積感染者は3千万人を超えた。オリンピックはワクチンができなくてもやると言い出した。

9月の敬老、秋分の4連休はコロナ前の賑わいを取り戻したというが、筆者はちょっと痛い目、痒い目に合っている。

4連休の2日目に、孫を近所の公園の小さな椿の木に登らせていて、「茶毒蛾（ちゃどくが）」の幼虫の毒を浴びてしまったのである。

可愛い3歳の孫を泣かせた、この可愛くない毛虫は、お茶や椿の葉の上で孵化するのでその名前があるが、「毒針毛」という毛をタンポポみたいには飛ばすので、自分の腕も、かゆいなどと思ったらあつという間に、赤い発疹でいっぱいになった。あとで、粘着テープで毒針毛を抜いて、服はすぐに湯で洗濯するべしと知ったが、3歳の孫は泣き出すシアナフィラキシショックなどという単語がアタマをかすめたのでパニックとなり、休日診療の小児科に駆け込んで、ことなきを得た。

翌日「毒虫、ご注意」のポスターを貼りに行ったとき、その木に近づくのが怖かったくらいだから、「ソバへ寄るなよ！」というこの虫の生存主張は物凄い。

もう、40年以上もこの地で暮らしてきて刺されなかったのに、人間がのさばって住処を奪うから進出してきたのだろうか。毒が強いものがより生命力が強くなったのだろうか。逆襲されて、根絶やしにされるということになる確率は高くなかったのだろうか。

閑話休題、今回の新型コロナウイルスも、本来なら、コウモリかなんかに寄生して平和に暮らしていたのだけれど、人間が自然をどんどん浸食していったので食いついたのだという学者がいた。

この欄に以前書いたが、エコロジカル・フットプリント（足跡）とって、人間が地球に残した足跡のことで、全人類が地球に長期的に住める人数（50億人）の何倍いるかという数字がある。不完全で不正確との批判も強いが、現在の地球が75億だと1.5となる。つまり、人間が過不足なく地球で暮らしていくには、地球が1.5個必要ということになる。

コロナに言われなくても、茶毒蛾にまで刺されなくても、十分に警告的な数字だと思うのだが。

2020年9月25日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

MEMO

MEMO

MEMO

- ▶ 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、充分ご注意ください。
- ▶ 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。