

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11月号

《目次》

《企業年金・個人年金改革 その12》 第15・16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	… 1
《退職給付会計数値の見方 その3》 キャッシュフロー計算書と退職給付信託 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 8
《ESG投資の潮流 第8回》 気候変動問題とパリ協定 受託運用部 フェロー 岡本 卓万	… 14
《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③ 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 23
《アドリブ経済時評》 世界一貧しい大統領の演説 元青山学院大学教授 岩井 千尋	… 28

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>

企業年金・個人年金改革 その 12

第 15・16 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、「企業型 DC の拠出限度額について」およびコロナ禍における「DB の掛金拠出の弾力化措置」の検討が進められました。9 月 30 日「第 15 回部会」では、当面の「DB の掛金拠出の弾力化措置」の対応策が示されました。また、10 月 14 日「第 16 回部会」では、DB 仮想掛金額の算定方法について、日本年金数理人会からの提案が示されましたので、これらの内容について解説します。

1. 第 15 回部会の概要

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）に合わせ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、DC 拠出限度額等に関して、第 13・14 回部会では、関係 8 団体（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）からのヒアリングが行われ（本誌 2020 年 10 月号参照）、ヒアリング結果および部会委員の意見等を踏まえて、第 15 回部会では事務局から「特に検討を要する事項」が提示されました（図表 1）。

（図表 1）ヒアリングを踏まえて特に検討を要する事項

検討項目	検討内容
(1) 企業年金制度の検討課題	<ul style="list-style-type: none"> ・拠出限度額・中途引き出し・受給の形態等の在り方について、DB・企業型DC制度全体を通じた検討を進めて行く必要があるのではないか ・iDeCo については、自助努力に対する支援の公平、企業年金がある者となない者の公平、企業年金の普及の観点から、企業年金・個人年金制度全体を通じた検討を進めて行く必要があるのではないか ・特別法人税の課税凍結期限である令和 4 年度末に向け、企業年金・個人年金制度全体を通じた拠出時・給付時の仕組みについて検討を進めて行くこととしてはどうか
(2) 企業型 DC の拠出限度額	<ul style="list-style-type: none"> ・5.5 万円を直ちに引き上げる状況にはなく、引き続きの検討課題とすべきではないか、また、厚生年金基金をモデルとした設定方法は今後成り立たないことから、新たな設定方法の検討が必要ではないか ・DB を併せて実施する企業型 DC の拠出限度額については、例えば、月額 5.5 万円から DB の掛金相当額を控除した額とすることが考えられるかどうか
(3) iDeCo の拠出限度額	<ul style="list-style-type: none"> ・企業年金がある加入者について月額 2 万円とし、企業型 DC・DB の事業主掛金額との合計が 5.5 万円以内で統一したらどうか
(4) 実務面の対応	<ul style="list-style-type: none"> ・事業主（事業主の委託を受けた企業型 RK や DB 受託機関）から国基連への情報提供の仕組みを構築することにより、事業主証明書の発行と年 1 回の現況確認を廃止できる ・企業型 RK の企業型 DC 加入者向けの Web サイトで iDeCo の拠出可能見込額を表示することを検討する必要がある ・厚生労働省と関係機関（企業型 RK、DB 受託機関の団体、事務受託指定法人、国基連、企年連等）との間で議論していく

出所：厚生労働省（2020 年）「第 15 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 2 より筆者作成

(1) 企業年金制度の検討課題

「日本型雇用慣行に適合した DB は、厚生年金基金や適格退職年金の移行の受け皿として、企業型 DC は、雇用流動化への対応、退職給付会計への対応等の観点から導入されたが、共に退職金の一部としての性格が強い。しかし、企業年金の目的はそれぞれの法に明記のとおり、公的年金の給付と相まって国民の老後の所得確保を図ることにあり、公的年金と同様又は公的年金に準じた税制上の措置が認められるためには、拠出限度額、中途引き出し、受給形態等の在り方について、DB・企業型 DC 制度全体を通じた検討を進めて行く必要がある」、ま

(2) 企業型 DC の拠出限度額の見直し

「企業型 DC が老後の所得保障の柱として機能するためには、月額 5.5 万円の拠出限度額の引き上げを求める意見がある一方、企業型 DC の普及が不十分なまま拠出限度額を引き上げると、企業型 DC がある従業員とない従業員との間で格差が生じる等の意見もある。そのため、5.5 万円を直ちに引き上げる状況にはなく、引き続きの検討課題とすべきではないか」、また、「厚生年金基金をモデルとした設定方法は今後成り立たないことから、新たな設定方法の検討が必要ではないか」とされました。

また、「DB と企業型 DC を併せて実施する場合には、DB の掛金額を月額 2.75 万円と一律に評価している現行の仕組みは、公平性の問題と関連する課題となっているた

(3) iDeCo の拠出限度額の見直し

「iDeCo の拠出限度額は、企業型 DC のみに加入する者は月額 2.0 万円、DB と企業

た、「iDeCo については、自助努力に対する支援の公平、企業年金がある者とない者の公平、企業年金の普及等の観点から、企業年金・個人年金制度全体を通じた検討を進めて行く必要があるのではないか」とされました。

さらに、「令和 3 年度税制改正に向けて、先の法施行に併せて「DC 拠出限度額」について検討し、その後、特別法人税の課税凍結期限である令和 4 年度末に向け、企業年金・個人年金制度全体を通じた拠出時・給付時の仕組みについて検討を進めて行くこととしてはどうか」と示されました。

め、例えば、企業型 DC の拠出限度額は、月額 5.5 万円から DB の掛金相当額（以下、DB 仮想掛金額）を控除した額とすることが考えられるがどうか」との考えが示されました。

なお、「配慮事項として、移行期間を確保し、DB 仮想掛金額を控除した企業型 DC の拠出限度額が 2.75 万円を下回った場合でも、一定期間は引き続き 2.75 万円までの拠出ができるようにすべきという意見についてどう考えるか」、また、「DB 仮想掛金額が企業型 DC の拠出限度額を使い切ってしまう場合、既に企業型 DC に積み上がった資産の取扱いについてどう考えるか」との課題が示されました。

型 DC に加入する者および DB のみに加入する者は月額 1.2 万円であるが、これにつ

いては、公平性の観点から、マッチング拠出での拠出額の実態を勘案して設定した月額 2 万円に統一し、企業型 DC・DB の事業主掛金額との合計が 5.5 万円以内としたらどうか」との考え方が示されました。

なお、「配慮事項として、DB 仮想掛金額と企業型 DC の事業主拠出で DC 拠出限度額を使い切ってしまう場合、既に iDeCo に

積み上がった資産の取扱い（現行は中途引き出しができない点）についてどう考えるか」との課題が示されました。

また、「iDeCo の拠出限度額については、自助努力に対する支援の公平性、企業年金がある者となない者との公平、企業年金の普及等の観点から、引き続き新たな設定方法の検討が必要ではないか」とされました。

(4) 実務面の対応

「事業主（事業主から委託を受けた企業型 RK や DB 受託機関）から国基連への情報提供の仕組みを構築することにより、国基連は第 2 号被保険者の企業年金の加入状況が確認できることから、事業主証明の発行と、年 1 回の現況確認を廃止できる」、また、「企業型 RK の企業型 DC 加入者向けの

Web サイトで iDeCo の拠出可能見込額を表示することを検討する必要がある」としました。これらについては、「多くの関係機関が関わり技術的な検討を要することから、厚生労働省と関係機関（RK、DB 受託機関の団体、事務受託指定法人、国基連、企年連等）との間で議論していく」としました。

(5) 引き続き議論すべき事項

今後、引き続き検討すべき事項として、「制度全体（DB、企業型 DC、iDeCo 等）を通じたより公平な仕組み」、「拠出時給付時の仕組み」、「特別法人税を含めた拠出時、運用時、給付時の課税の在り方」、「他制度

との関係（中小企業退職金共済制度や退職一時金等を含めた全体的な検討）」、「その他、これまでの部会での議論の中で積み残っている課題」があることが示されました（図表 2）。

（図表 2）引き続き議論すべき事項

検討項目	検討内容
引き続き検討すべき事項	・制度全体(DB、企業型DC、iDeCo等)を通じたより公平な仕組み
	・拠出時給付時の仕組み(望ましい給付と掛金の水準、iDeCoの在り方、マッチング拠出の在り方、中途引き出しの在り方、受給の形態等)
	・特別法人税を含めた拠出時、運用時、給付時の課税の在り方
	・他制度との関係(中小企業退職金共済制度や退職一時金等を含めた全体的な検討)
	・その他、これまでの部会での議論の中で積み残っている課題(企業型DCのガバナンス、リスク分担型DBの合併・分割時等の手続きの緩和、定年延長等に伴う給付設計手続きの緩和、支払保証制度、年金バイアウト等)

出所：厚生労働省（2020 年）「第 15 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 2 等より筆者作成

(6) DB の掛金設定の弾力化について

今般の新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、企業の経営悪化や DB の財政状況の悪化が見込まれるため、2008 年の金融危機（リーマンショック）当時の弾力化措置と同様の措置を講じることとされました。

①「掛金の追加拠出に係る特例」として、2019 年度決算に基づく財政検証や財政再計算の結果、掛金の引き上げが必要となった DB が、経営状況の悪化により掛金を拠出することに支障があると見込まれる場合は、2021 年 4 月 1 日～2022 年 3 月 31 日までの間、掛金（標準掛金・特別掛金・特例掛金）の引き上げ猶予を認める。

②「継続基準に基づく不足金の額の特例」として、2020 年 3 月 31 日～2022 年 3 月 31

日までの計算基準日に基づく財政検証において継続基準に抵触した場合、解消すべき不足金から許容繰越不足金の全部または一部を控除することを可能とする。（図表 3）

なお、弾力化措置の適用に際しては、財政の健全性の確保と受給権保護に留意する必要があることから、規約変更手続きを必要とし、規約に適用を受ける内容や適用期間などを記載することとなる予定です。

また、「掛金の追加拠出に係る特例」を適用する場合には、経営状況の悪化を示す根拠として、実施事業所に係る収入減少率などの客観的なデータの提出が求められる予定です。これについては、早期に省令改正等が行われる予定です。

（図表 3）当面の DB の掛金設定の弾力化措置

項目	内容
①掛金の追加拠出に係る特例	・2019年度決算に基づく財政検証や財政再計算の結果、掛金の引上げが必要となったDBで経営状況の悪化により掛金を拠出することに支障があると見込まれる場合には、2021年4月1日から2022年3月31日までの間、掛金（標準掛金・特別掛金・特例掛金）の引上げ猶予を認める
②継続基準に基づく不足金の額の特例	・2020年3月31日から2022年3月31日までの間の日を計算基準日として継続基準に抵触した場合の財政計算については、解消すべき不足金から、許容繰越不足金の全部または一部を控除することを可能とする

出所：厚生労働省（2020 年）「第 15 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 3 より筆者作成

2. 第 16 回部会の概要

(1) DC の拠出限度額について

企業型 DC の拠出限度額について、DB を併せて実施する場合の見直し理由が事務局から説明されました。

「DB・DC 法の創設時には DB の実施実績がなかったことから、DB を併せて実施する場合の企業型 DC の拠出限度額は、DB に加入している者と加入していない者の間で

不公平が生じないように、DB がない企業型 DC の拠出限度額（現状、月額 5.5 万円）の半分（現状、月額 2.75 万円）としたものである。これは簡易な反面、DB の掛金水準により不公平な取扱いとなっており、DB 法の施行後、DB の実態把握が可能となったことから、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 仮想掛金額を控除した額とすることが妥当との考え方を示したものである。

なお、配慮事項として、関係団体や部会委員から経過措置の適用が要望されたことを受け、今回初めて、「所要の経過措置を講じる」との文言が部会資料に明記されました。具体的な方法については今後の部会で示すとしてしました。

また、今回の DC 法改正により 2022 年 10 月以降、企業型 DC 加入者は、企業型 DC

規約の規定がなくても iDeCo に加入できるようになるため、これに併せて「DB・企業型 DC に加入する者の iDeCo の拠出限度額について、公平性の観点から見直しを行うものである。具体的には、①企業型 DC のみに加入する者、②DB と企業型 DC に加入する者、③DB のみに加入する者について、iDeCo の拠出限度額を 2 万円に統一し、かつ iDeCo の掛金と企業型 DC・DB の事業主掛金の合計が月額 5.5 万円までとしたらどうか」との考え方が示されました。

(2) DB 仮想掛金額の算定方法（日本年金数理人会から提案）

月額 5.5 万円から DB 仮想掛金額を控除したとした場合の、DB 仮想掛金額の計算方法について、日本年金数理人会からの考え方が示されました。

「DB は、給付の算定方法を決めたうえで、給付と財源が集団で等しくなるように掛金を設定したうえで、過去勤務期間に係る不足分を含む不足額を事業主が補う制度です。そのため、DB ごとの掛金は毎年、毎月の掛金ではなく、DB ごとの給付水準から掛金に相当する額への換算が必要」としました。

具体的な計算方法ですが、現状の企業型 DC の拠出限度額 5.5 万円は、「民間事業所の大部分をカバーする給与水準である 65 万円×免除保険料率×2.23 倍」で計算され

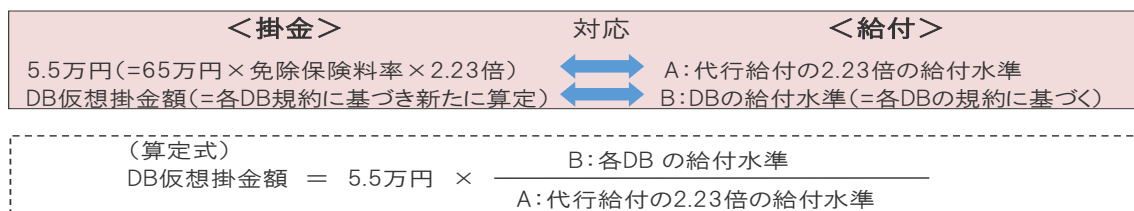
た結果です（本誌 2020 年 8 月号参照）。

これに対応する給付は、「代行給付の 2.23 倍の給付水準」となります。また、「DB 仮想掛金額」に対応する給付は、「各 DB の規約に基づく給付水準」です（図表 4 の上）。

図表 4 の左側の「掛金 5.5 万円のうち、DB 仮想掛金額がどの程度の割合を占めるか」は、右側の「代行給付の 2.23 倍の給付水準のうち DB の給付水準がどの程度を占めるか」を算定することで求められます。

DB 仮想掛金額を算定する式を求めると、「DB 仮想掛金額 = 5.5 万円 × 各 DB の給付水準 (B) ÷ 代行給付の 2.23 倍の給付水準 (A)」で示されます（図表 4 の下）。

(図表 4) DB 仮想掛金額の算定方法 (その 1)



出所：厚生労働省（2020 年）「第 16 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 3 より筆者作成

その上で、制度普及促進の観点から、運営負担の少ないシンプルな計算方法で DB 仮想掛金額を算定できるよう図表 5 にある算定式が示されました。各 DB の平均標準掛金額に平均的なモデルから算出された一定率を乗ずることで DB 仮想掛金額が求められることが示されました。この一定率は各 DB の予定利率に応じて定められており、

DB 仮想掛金額が簡易に算定できるとしました。

なお、図表 5 で表示された予定利率以外の予定利率に対応する一定率は、按分で求めることとし、終身年金の場合は保証期間相当の標準掛金額に一定率を乗じることで評価することも可としました。

(図表 5) DB 仮想掛金額の算定方法 (その 2)

$$\text{DB 仮想掛金額}(=5.5\text{万円} \times B/A) = \text{各DBの平均標準掛金額} \times \frac{\text{各DBの仮想掛金額}(5.5\text{万円} \times B/A)}{\text{各DBの平均標準掛金額}}$$

$$\text{DB 仮想掛金額}(=5.5\text{万円} \times B/A) = \text{各DBの平均標準掛金額} \times \frac{\text{平均的なモデルによる仮想掛金額}}{\text{平均的なモデルによる平均標準掛金額}}$$

$$\text{DB 仮想掛金額}(=5.5\text{万円} \times B/A) = \text{各DBの平均標準掛金額} \times \text{予定利率に応じた一定率}$$

予定利率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
一定率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.8

< 計算項目の補足説明 >

A: 標準報酬額の総額 ※1 × 加入者期間 ※2 × 代行給付乗率 ※3 × 2.23 × 終身年金現価率 ※4
 B: DB 制度の給付 現価 ※5
 ※1 加入者数 × 65 万円…(65万円は、5.5万円の算定基礎となった民間事業所の大部分をカバーする給与水準)
 ※2 平均残存勤務期間(月数)…(脱退率・死亡率は継続基準の財政運営で適用)
 ※3 5.481/1000 …(厚生年金の報酬比例部分の給付乗率を適用)
 ※4 65 歳支給開始終身年金現価率 ÷ (1 + 予定利率)^(65歳 - 平均年齢)…(予定利率・死亡率(男女和半)は継続基準の財政運営で適用)
 ※5 加入者の給付現価…(過去期間含まず将来期間に対応するもの、予定利率等の計算基礎率は継続基準の財政運営で適用)

【平均的なモデルの前提】

- ① 人員構成…22歳から59歳までの年齢別総人口比にて加入者を選定
- ② 退職金額…中労委「賃金事情等総合調査」の大学卒・総合職相当(事務・技術労働者)の退職金
- ③ 脱退率…厚生労働省「平成30年雇用動向調査結果の概況」を使用
- ④ その他…加入(特定年齢)は24歳、定年(最終年齢)は60歳、年金換算率・待期中付利率はともに2.5%、年金支給形態は60歳支給開始20年確定年金、加入20年以上で年金受給権取得

出所：厚生労働省（2020年）「第16回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料3より筆者作成

【第 15・16 回部会における部会委員からの主な意見】

(第 15・16 回部会) 部会委員からの主な意見

(1)企業型 DC の拠出限度額について

- ・企業年金は労使合意に基づいた労働条件であり、労使合意・労使自治は尊重されるべきである
- ・企業年金は労働条件であり、その労働条件が DC 等法令で強制的に変更されることに懸念を感じる
- ・DB 仮想掛金額の導入の方向性に異論はないが、DC 拠出限度額が縮小する先への配慮が必要
- ・DB 仮想掛金額が DC 拠出限度額を超える場合でも、企業型 DC や DB を継続できる措置が必要
- ・今後、企業型 DC 拠出限度額 5.5 万円や iDeCo の拠出限度額についても、新しい考え方で見直しをしていく必要があるのではないか

(2)iDeCo の拠出限度額

- ・労働条件である企業年金と個人の自助である iDeCo の掛金を一緒に考えるべきではない
- ・iDeCo は個人の自助であり、性格が異なるものを同じ拠出枠で考えるべきではなく別枠とすべき
- ・労使合意の上で獲得した企業年金が、自助である iDeCo に置き換えられることには懸念がある

(3)その他

- ・企業年金の普及の阻害要因を洗い出す必要があるのではないか
- ・企業型 DC 加入者が増加傾向にある中、それを阻害するような措置はすべきでない
- ・国民の老後所得保障は、必ずしも企業年金である必要はなく個人年金でも良く、必要なのは国民が老後所得を確保できる仕組み作りである

出所：厚生労働省「第 15・16 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. 今後の予定

今回の部会では、日本数理人会から提示された DB 仮想掛金額の計算方法案に対する事務局の考え方と DB 仮想掛金額を導入する場合の経過措置等を提示するとしました。なお、今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、企業型 DC 拠出限度額から DB 仮想掛金額を控除する方式は、企業型 DC 限度額が拡大する場合には企業型 DC 掛金の増額を検討する余地が発生します。一方、DB 仮想掛金額が月額

2.75 万円を超える場合には、企業型 DC 掛金の減額または拠出停止となる場合があり、企業型 DC について制度の見直しが必要となるかもしれません。企業年金は労使合意に基づく任意の制度であり、企業によりその考え方は様々です。DB 仮想掛金額の導入については、企業の労使合意と自由な制度設計を尊重した十分な配慮が求められます。

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 15 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_13849.html
- ・第 16 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_14112.html

退職給付会計数値の見方 その3

キャッシュフロー計算書と退職給付信託

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

キャッシュフロー(CF)計算書は、現金同等物の期中増減を示す書類です。退職給付では年金の掛金拠出や退職金支払いによる資金流出があるため、CF計算書にその状況が記載されます。

退職給付会計導入に伴い生み出されたスキームが退職給付信託です。一般には馴染みが薄いかもかもしれませんが、上場企業では多くの企業が活用しています。したがって、退職給付会計の数値を読み解くには、退職給付信託の状況を知ることが必要です。なお、退職給付信託は重要性がある場合等に、残高あるいは年金資産に対する比率の開示を要請されていますが、現行の開示基準では情報利用者に対して有用な情報が提供されない懸念があります。

1. キャッシュフロー計算書とは

金融商品取引法の適用を受ける上場企業等は、1999年4月1日から始まる事業年度からキャッシュフロー計算書(以下、CF計算書といいます)の作成が義務付けられています。退職給付会計が2000年4月1日から始まる事業年度からの導入ですから、両者はほぼ同時期にスタートしています。

CF計算書は、現金の流入を示すものであり、貸借対照表で示される現金(=手元現金及び要求払い預金)に加えて現金同等物(=換金が容易で価格変動について僅少なリスクしか負わない短期投資)の残高および期中増減を示すものです。

黒字倒産という言葉があるように、会計上は利益が計上されていても、資金がショートすると企業は破綻に追い込まれてしまう場合があります。そこまで逼迫した状況でないと投融資の判断材料として資金の調達活動や資金繰りの状況は重要な情報です。その期中の資金の調達・運用状況を示し、会計期間中の増減と期末の残高を

表示するのがCF計算書です。

CF計算書では、企業活動を営業、投資、財務の3つの部門に分け、各々で資金の増減状況を示します。また、CF計算書の作成方法には直接法と間接法という2つの方法があります。直接法は主要な取引毎(商品の販売や仕入れ、経費の支払い、給与の支払い等)にキャッシュフローの総額を示す方法です。これに対し、間接法は損益計算書を基に作成します。具体的には、税引き前利益を基準として、調整すべき項目を加算あるいは減算して作成します。最終的な結果(現金および現金同等物の増減及び残高)は、どちらの方法でも同じになりますが、作成が簡便であるなどの理由でほとんどの企業は間接法によって作成しています。

営業、投資、財務の3つの部門のうち、営業活動によるCFはプラスであることが求められます。営業活動でキャッシュを獲得(増加)していくことが営利企業の目的であるからです。一方で、投資CFはマイナ

ス（キャッシュの流出）であることが問題になるわけではありません。設備等の更新、さらには成長のための投資を行っていくことは、企業にとって不可欠なことであるからです。逆に、投資 CF が継続的に減少（回収）するようなケースでは、企業に成長の芽がないと判断されかねません。

営業 CF と投資 CF を調整するための活動

が投資活動です。営業活動で獲得したキャッシュ（営業 CF）や保有している資金で投資 CF を賄えなければ、財務活動で投資資金を調達（借入金の増加や増資など）することになり、財務 CF は増加します。投資が成果を上げて営業 CF が増加し、借入金等を返済する際には財務 CF はマイナスになります。

2. 積立不足拡大はキャッシュフローの増加要因

前述の通り、間接法で CF 計算書を作成する場合は、税引き前当期純利益を基準に調整すべき項目を加算又は減算して作成します。例えば、減価償却費は費用として税引き前当期純利益から控除されていますが、減価償却費と同額の資金が流出しているわけではありません。したがって減価償却費は CF の増加項目としてカウントされます。

また、売上げが計上されてもすぐに同額の現金が入金されるとは限りません。売掛金が増加すればその増加分の入金はないからです。支払いも同様で買掛金が増加すれば、未払いとなっている分だけ企業に現金が滞留します。こうした、損益計算と実際の資金の流出入の差異を調整項目で調整していくわけです。（図表 1）

（図表 1）キャッシュフロー計算書（間接法による CF 計算書）

	X0年〇月期	X1年〇月期
営業活動によるキャッシュフロー		
税引き前当期純利益	2,500	3,000
減価償却費	450	600
売上債権の増減額（△は増加）	XX	△△
.....	XXX	△△△
営業活動によるキャッシュフロー計	3,000	3,500
投資活動によるキャッシュフロー		
有形固定資産の取得による支出	▲ 1,000	▲ 1,500
投資有価証券の売却による収入	0	200
.....	XX	△△
投資活動によるキャッシュフロー計	▲ 1,500	▲ 2,000
財務活動によるキャッシュフロー		
短期借入金の純増減額（△は減少）	▲ 300	500
配当金支払い額	▲ 300	▲ 300
.....	X	△
財務活動によるキャッシュフロー	▲ 500	500
現金及び現金同等物の増減額	1,000	2,000
現金及び現金同等物の期首残高	6,000	7,000
現金及び現金同等物の期末残高	7,000	9,000

（出所）筆者作成

退職給付費用も CF 計算書の調整項目となります。退職給付において、資金が流出するのは年金制度への掛金及び退職一時金の支払いですが、税引き前利益から控除されているのは退職給付費用です。税引き前利益から控除されながら、その分の資金が流出していない退職給付費用は社内に資金が滞留する要因、つまり、CF を増加させる要因となります。一方、実際に企業が拠出した掛金及び退職一時金の給付額は CF の減少要因となります（なお、年金資産からの年金あるいは一時金の給付は、すでに企業が掛金として拠出した年金資産から行われるため企業の CF には影響を与えません）。

したがって CF 計算書では、退職給付費用と掛金拠出額及び退職一時金の支払い額の差額が CF の増減として表示されます。具体的には、「退職給付費用 > 掛金拠出額 + 退職一時金支払い額」の場合は、その差額分だけ CF が増加し、逆に「退職給付費用 < 掛金拠出額 + 退職一時金支払い額」の場合は、その差額分だけ CF が減少することになります。要するに、退職給付会計上の積立不足が拡大すると企業にとってはその分 CF が増加し、反対に積立不足が縮小すると CF が減少するという構造です。

CF 計算書は、連結決算を実施している企業では連結 CF 計算書のみを作成し、個別 CF 計算書は作成しません。一方、連結決算を実施していない企業は、個別 CF 計算書を作成します。CF 計算書で CF の増減として表示されるのは、上記の通り、損益計算書に費用として計上された退職給付費用と掛

金及び退職一時金支払い額との差額ですから、個別 CF 計算書においては、前期末と当期末の退職給付引当金（又は前払い年金費用）の増減額がそのまま CF 計算書での増減額となります。

連結 CF 計算書においては上述の退職給付引当金（又は前払い年金費用）という科目は使用されず、退職給付に係る負債（又は資産）がそれにあたります。ただし CF の増減として計上される額は、前期末と当期末の退職給付に係る負債（又は資産）の差額ではありません。連結貸借対照表に計上される退職給付に係る負債（又は資産）の増減は退職給付費用と掛金及び退職一時金支払い額との差額ではないからです。なぜなら連結貸借対照表に表示される退職給付に係る負債（又は資産）には損益計算書で表示された費用以外の要素、すなわち当期発生した数理計算上の差異及び過去勤務費用が含まれるからです。発生した数理計算上の差異等は、損益計算書では一定期間で定期的に費用処理されます。つまり、発生額のうち退職給付費用に反映されていない未処理の部分は税引き前当期純利益に反映されていないため、調整項目には含めません。

結果的に、連結 CF 計算書への計上額の算出方法も個別 CF 計算書と同様となります。つまり、退職給付費用（損益計算書で費用処理された未認識数理計算上の差異等の費用処理分を含む）と掛金拠出額及び退職一時金の支払い額との差額が CF の増減となるわけです。

3. 退職給付信託の見方

退職給付会計では、退職給付を目的とし

た信託契約で一定の要件を満たしている契

約を年金資産と認めるとしてあります（退職給付に関する会計基準の適用指針第 18 項）。こうした信託契約を退職給付信託と呼びますが、退職給付信託には持合株式を拠出するタイプと金銭を拠出するタイプの 2 つのタイプがあります。前者の場合、委託者からの売却指図がない限り、拠出された株式は信託資産内で継続的に保有します。このタイプの退職給付信託は、退職給付会計導入時に導入による積立不足の発生を回避するために、多くの会社で設定され、現在でもかなりの数の契約が継続していると推測されます。

一方、金銭を拠出するタイプは、企業年金制度の資産と同様に予め委託者から指定された運用方法で受託者が運用します。このタイプの退職給付信託は、バランスシートの圧縮や退職給付費用の削減を目的としてキャッシュリッチ企業を中心に設定する企業が増加する傾向にあります。

株式を拠出するタイプと金銭を拠出するタイプとは同じ退職給付信託であっても、運用リスクやリターンの状況は大きく異なることとなります。

退職給付信託は、上場企業のうち 400 社程度が設定しています。退職給付債務 300 億円以上の会社に限るとほぼ 3 分の 1 の企業が設定しており、大きな給付債務を抱える会社では一般的な積立スキームとして利用されています。とはいえ、一般的には馴染みも薄く、実態がなかなか見えにくいことも事実です。以下では退職給付信託に関する開示とその見方についてご説明します。

退職給付会計では、退職給付信託について、「退職給付信託が設定された企業年金制度について、年金資産の合計額に対する退

職給付信託の額の割合が重要である場合には、その割合又は額を別に付記する（退職給付会計に関する適用指針第 59 項（1）」としてあります。この記載からは、企業年金制度を対象にした契約で、かつ金額に重要性がある場合に開示を求めていると解釈できます。逆に言えば、退職一時金を対象とした契約、あるいは金額的に重要でない場合には、必ずしも開示を要しないと解釈することができます。同適用指針では、結論の背景の中で、開示を求めた理由として、株式を拠出した退職給付信託は分散投資が行われている通常の企業年金資産とはリスク・リターンの構造が異なる点を挙げていますが、退職一時金に設定された退職給付信託の開示を排除した理由については記載がありません。

適用指針で株式を拠出した退職給付信託は企業年金制度の資産よりボラティリティは高いと指摘している以上、退職一時金を対象に設定された制度を除外している現状の開示基準を見直し、少なくとも金額に重要性がある場合は、設定対象の制度に関わらず開示することを求めるべきではないでしょうか。

加えて企業年金、退職一時金どちらの制度に設定しているかの開示も必要と考えます。なぜなら、現在、積立型・非積立型の積立状況の開示が要請されていますが、その開示の有用性が損なわれる懸念があるからです。

退職一時金制度に退職給付信託が設定されると、その退職一時金制度は積立型制度とみなされることとなります。企業年金と退職一時金制度の両方を実施していても、実施する制度がいずれも積立型に分類され

ることになり、結果的に企業年金制度の積立状況が見えにくくなってしまいます。積立型制度の積立状況の開示を求めているのは、法的に積立義務を負っている企業年金制度の積立状況を開示することによって、その後の掛金拠出に関する情報、つまりキャッシュフローに関連する情報を提供することが目的の1つであると考えます。しかし、積立義務を負わない退職一時金が積立型に分類されてしまうとその目的が達成されないこととなります。

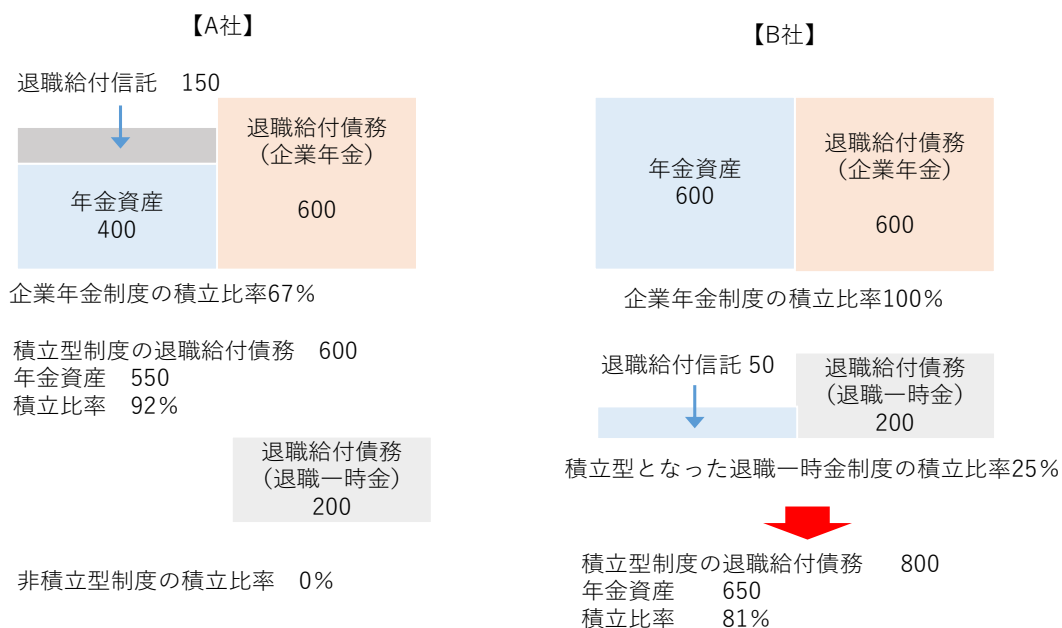
例えば、企業年金と退職一時金の両制度を実施し、企業年金を対象に退職給付信託を設定したとすると、積立型制度の積立状況は企業年金制度の積立実態よりも良好になります。一方、退職一時金に退職給付信託を設定した場合、退職給付信託の設定金額にもよりますが積立型制度の積立状況が悪く見えてしまうことがあります。

図表2はA社とB社の積立状況を比較し

ています。A社は企業年金制度の退職給付債務が600で企業年金の制度資産が400、積立比率は67%ですが、企業年金制度を対象に退職給付信託150を設定した結果、積立型制度の積立比率は92%に高まっています。B社は企業年金制度の積立比率は100%ですが、本来は非積立型である退職一時金制度に退職給付信託を設定したため、全体が積立型制度となります。退職給付信託の設定額が50と少ないため、積立型制度全体の積立比率は81%に低下しています。企業年金制度の積立状態はB社の方が良好であるにもかかわらず、外部の投資家から見るとB社の積立状況はA社に比べ劣っていると判断されかねません。

退職給付信託を設定した場合に、設定金額及び設定の対象となった制度を開示することで、積立状況の実態は明確になると言えます。

(図表2) 設定対象



(出所) 筆者作成

なお、退職給付信託の開示は、日本の退職給付会計で要請されているものです。このためIFRSや米国基準を適用している会社は、退職給付信託の開示を行っていない可能性があります。しかし、情報開示の基準は最低限のルールを示したものであり、追加の情報開示が妨げられるわけではありません。特に、IFRSは世界の各々の国の実情等を反映してルールが作成されているわけではありません。これに対し、日本の退職給付会計は、日本固有の事情を反映して開示すべき事項が決定されていると考えられます。退職給付信託の開示も、それが投資家にとって有用な情報であると判断されたものと言え、適用する会計基準に関わらず各企業の判断で開示することが望ましいと考えます。

なお、株式版の退職給付信託の設定の有無に関しては、退職給付の注記以外の方法で確認することができます。有価証券報告書では、「コーポレートガバナンスの状況等」の項目でコーポレートガバナンスの概況や役員状況、監査の状況などの報告が求められますが、その中で株式の保有状況の記載が要請されているからです。具体的には、株式の保有状況について、保有目的が純投資以外の目的である投資株式を「特定投資株式」と「みなし保有株式」の2つに分類して開示します。前者はいわゆる持合株式

であり、後者は「所有権は有しないものの、議決権の行使権限またはその指図権限を有する株式」と定義される株式で、実質的に退職給付信託で保有する株式が当てはまることとなります（ごく例外的に退職給付信託でない管理有価証券信託が存在する可能性はあります）。

IFRSや米国基準を適用している企業、あるいは退職一時金を対象としているため退職給付信託設定の有無やその残高を開示していない企業でも、この開示で設定の有無や凡その残高を把握することが可能です。もともと、みなし保有株式でわかるのは、あくまでも持合株式を抛出した退職給付信託に限られ、金銭を抛出するタイプの退職給付信託の有無についてはわかりません。このタイプの退職給付信託は、持合株式を抛出したものに比して、収益率のボラティリティは低いものが多いものの、今後の掛金抛出などキャッシュフローの状況を予測するうえでは、その存在が判明することが望ましいと言えます。その意味では、やはり設定対象別に退職給付信託の金額あるいは構成比が開示されることが望ましいと考えます。

なお、文中の意見に関する部分は筆者個人の見解であり、所属する企業・組織の意見ではないことを申し上げます。

ESG投資の潮流 第8回

気候変動問題とパリ協定

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。

気候変動はESG投資にとっても大きく影響する問題であることは言うまでもありません。今回は気候変動問題について理解を深めたいと思います。

1. IPCC：気候変動に関する評価報告書

今年（2020年）1月の世界経済フォーラム年次総会（通称：ダボス会議）では、「持続可能な世界」が主要テーマとなり、中でも気候変動問題が議論の中心となりました。高校生の環境活動家、グレタ・トゥーンベリさんの参加が話題になるなど、皆さんも印象に残っているのではないのでしょうか。世界の主要な経営者や政治家が集まる場で、気候問題が主要議題になる時代なのです。

一方、気候変動問題の深刻度はどのくらいなのか、気候変動の予測はどのくらい正確なのか、COP21（パリ協定）で合意した内容は何か、温暖化効果ガス排出量削減で各国はどんな義務を負っているのか、そもそも排出量は減っているのかなど、ご存じの方はあまり多くないのではないのでしょうか。そこで今回は、気候変動問題を中心に解説します。

IPCCの役割

IPCC（Intergovernmental Panel on Climate Change：気候変動に関する政府間パネル）は、人為的な要因による気候変動に関し、科学的な見地から評価を行うことを目的として、1988年に世界気象機関（WMO）と国連環境計画（UNEP）により設立された組織です。

IPCCは世界気象機関（WMO）の一機関

であり、後ほど述べるCOP（気候変動枠組条約締約国会議）とは直接関係のない組織ですが、COPの交渉にあたってIPCCの報告書が大いに活用されています。IPCCは政策提言を行わないものの、その報告内容はCOPの交渉、世界各国の政策や経済に大きく影響を与えるようになっています。

IPCC第5次評価報告書の内容

IPCCは1990年以来、数年おきに気候変動に関する評価報告書を公表しています。

報告が更新されるたびに、気候変動に関する最新の知見が追加され、温暖化の確信度

も高まっています。ここでは、現在最新の評価報告となる2014年発表の第5次評価報告書の内容を見ることにします。

第5次評価報告書は、気候変動に関して平均気温の上昇、海面水位上昇、降水量の変化、食糧生産に関するリスクなど、様々な側面での影響を分析していますが、ここでは平均気温の上昇に限って報告の概要を解説します。

まず、過去の世界平均気温の上昇は、1880年～2012年の間に約0.85℃上昇しており(図表1(a))、その要因は温室効果ガス濃度の増加など人為的な影響である可能性が極めて高い(95%以上の確率)ことが示されました。

次に将来の気温上昇のカギを握るのは、温室効果ガス(大半がCO₂です)の累積排出量であることを示しました。図表1(b)は2100年の時点で予想される、温室効果ガス累積排出量と産業革命以降の気温上昇幅の関係をグラフ化したものです。排出量抑制の追加努力をしない場合、累積排出量はCO₂に換算して7000～8000ギガトン、気温上昇は4.0℃～4.5℃にもなることがわかります。

産業革命以来の気温上昇を、高い確率で2℃未満に抑制するためには、排出量の累積

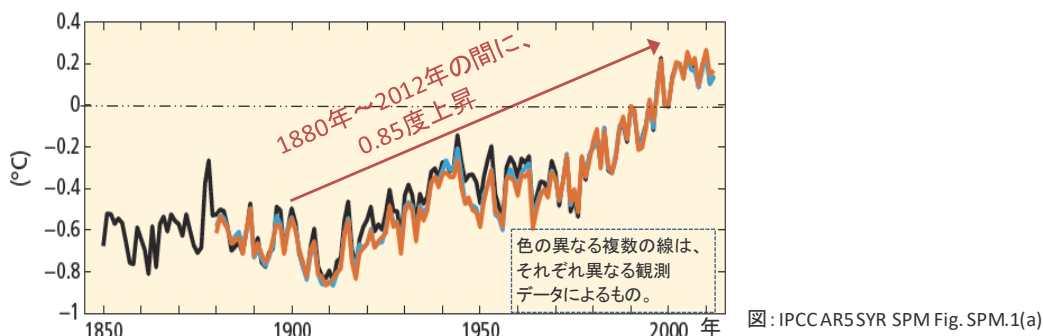
を2900ギガトンに抑制する必要があるとしました。その時の二酸化炭素濃度は2100年時点で430-480ppmになると予想されます。なお、気温上昇の予測値には統計的な幅があり、430-480ppmの場合には上下に約1.4℃の幅があります(90%信頼区間)。現状の知見では、まだまだ正確に将来の気温上昇を当てることは難しいと言えます。

さて、図表1(c)では、温室効果ガスの累積排出量について、毎年の排出量の推移を描いた代表的なシナリオ(RCP: Representative Concentration Pathways)が提示されています。2℃未満を達成する430-480ppm濃度を実現するのはRCP2.6というシナリオになりますが、この場合、2050年には2010年比で40%-70%の排出量削減が必要であり、2100年には100%の削減またはネットでマイナスとなるまで排出量を削減する必要があるとしました。

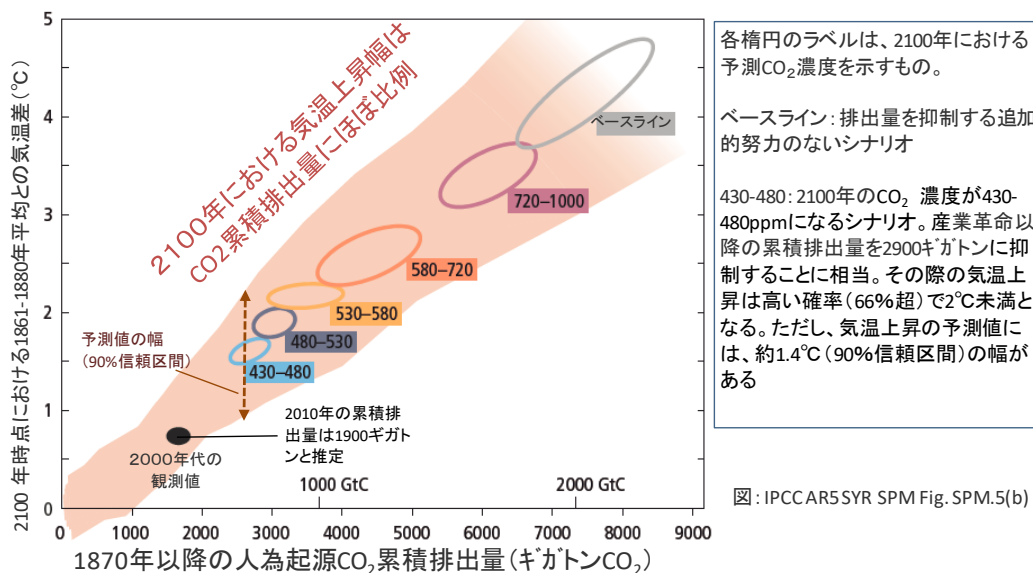
IPCCはRCP2.6をシナリオの中でも最も排出量が低いものとして「厳しい緩和(削減)シナリオ」と呼んでいました。IPCCは純粋に科学的見地から予測を提示する機関ですが、科学者は2℃未満を達成するには技術革新を含めた相当な努力が必要と認めていると言えます。

(図表 1) IPCC 第 5 次評価報告書の概要 (気温関連部分中心)

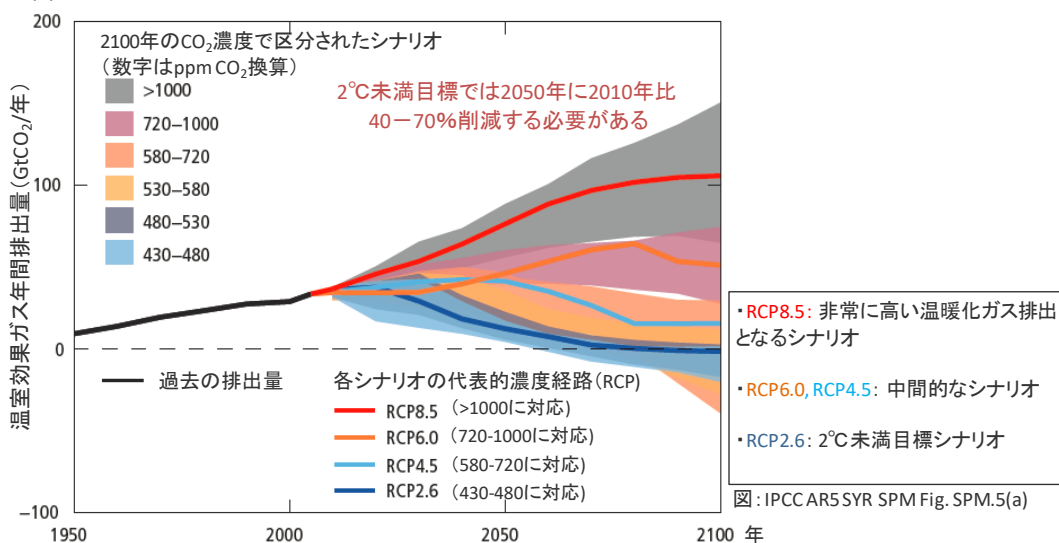
(a) 1996～2005年を基準(ゼロ)とした世界年平均気温(陸域+海上)の変化



(b) CO₂累積排出量と気温上昇の関係



(c) 温室効果ガスの年間排出量経路



(出所) IPCC 第 5 次評価報告書より筆者作成

2. パリ協定と各国の対応

京都議定書とその課題

地球が温暖化しているという認識は、1980年代から科学者の間で強くなっていました。1990年代に入ると各国政府もその問題意識を共有し始めました。そして1992年の国連環境開発会議(地球サミット)において、国際気候変動枠組条約が採択されました(発効は1994年)。以来、気候変動問題に関する国際的な取り決めや活動がこの条約を大枠として取り組まれることとなります。

1995年以降、毎年COP(気候変動枠組条約締約国会議)が開催され、温暖化対策に関する国際的な取決めを行ってきました。

COPの歴史の中でその後の温暖化への対応の方向づけがなされる節目となった取決めは、1995年(COP3)の京都議定書と2015年(COP21)のパリ協定だといえるでしょう。

京都議定書は、温暖化対策として各国が目標と義務を負うことに合意した、世界初

の取り決めとして画期的なものになりました。具体的には、先進国の温室効果ガス削減目標として、1990年を基準として2008年から2012年までに、EUは8%、米国は7%、日本は6%など、それぞれ設定されました。

しかし、京都議定書は先進国だけが温室効果ガスの削減目標を負い、途上国はなんら義務を負わなかったことから、限界もありました。2001年、共和党政権になった米国は、「途上国が先進国と同等の義務を負わず、米国経済に不利になる条約は批准しない」として、京都議定書から離脱しました。また2000年代も後半になると、中国が世界最大の温室効果ガス排出国となる一方、削減義務を負う先進国の排出量シェアは世界の1/4となり、このままでは実効性を伴わないことは明らかでした。

パリ協定の概要

京都議定書での反省を踏まえ、その後の交渉を経て2015年、パリ協定が採択されました。中国やインドを含む全ての国が温暖化対策の義務を負うことに合意したという意味で、新たな段階に進んだといえます。パリ協定の合意事項は主に次の二点に集約できます。

一つは、地球全体の長期目標として、温室効果ガス排出量ではなく温度を目標としたことです。具体的には「産業革命以降の温度上昇を2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力を追求すること」を目指し、そのために今世紀後半には温室効果ガスの排出と吸収をバランスさせるとしまし

た。

排出量ではなく温度を目標にした背景には、途上国が、全体での排出量目標が決まってしまうことで、自分たちにも厳格な排出量目標が設定されてしまうことを嫌ったことによるともいわれています。また、温室効果ガス排出量に対する気温上昇についての知見は今後の研究によって変わりうることや、排出量を目標とすると目標自体が変わっていく可能性が高いことから、変化することがないという意味で気温上昇を世界の共通目標にしたのだという説もあります。

もう一つは、温室効果ガス排出量削減の

目標は各国が設定・提出し、事後的にレビューすることにしたことです。これをプレッジ&レビュー方式といいます。各国が目標として設定・提出するものを約束草案と

いい、英語では NDC (Nationally Determined Contribution) といいます。約束草案は各国が 5 年ごとに見直し再提出することになっています。

各国の約束草案(NDC)

パリ協定に基づき、主要国が提出した約束草案 (NDC) を図表 2 に示します。京都議定書と比較して、主要国の削減目標はより大幅なものになったと言えます。興味深いことに削減目標の始点となる基準年が国によって異なります。プレッジ&レビュー方式での基準年の設定は各国に任されてい

るからです。当然ながら、各国とも自国の削減幅が大きく見えるような基準年を選んできます。日本の基準年は、東日本大震災後、原発がすべて停止した頃を基準年としています。なお、米国は一旦パリ協定批准した後、トランプ政権となってパリ協定から離脱したのはご存じのとおりです。

(図表 2) 主要国の約束草案 (2015 年 12 月 12 日現在)

	基準年	削減目標
米国	2005 年	2025 年に 26%~28%削減、28%削減に向けて最大限取り組む
EU	1990 年	2030 年に少なくとも 40%削減
ロシア	1990 年	2030 年に 25%~30%削減が長期目標となり得る
日本	2013 年度	2030 年度に 26%削減(2005 年度比 25.4%削減)
中国	2005 年	2030 年までに GDP 当たり CO2 排出量 60%~65%減少 2030 年前後に CO2 排出量のピーク
インド	2005 年	2030 年までに GDP 当たり CO2 排出量 33%~35%減少

(出所) 井熊均、瀧口信一郎「パリ協定で動き出す再エネ大再編」(2017) より筆者作成

3.1. 5°C 目標への加速

EU の危機感

さて、パリ協定では「産業革命以降の温度上昇を 2°C より十分低く保つとともに、1.5°C に抑える努力を追求すること」を目指すとされ、初めて 1.5°C 目標に言及することになりました。しかも、この文言は 2.0°C と 1.5°C の両方に言及した二重基準になっています。

1.5°C 目標が盛り込まれた背景には、島嶼国や環境保護団体の強い意見とともに、EU

諸国も温暖化に対しての危機感が大きいことがあげられます。IPCC の第 5 次評価報告書によると、温暖化の影響は地球上で均等に現れるのではなく、高緯度地域ほど影響が大きいのです。実際にここ 1~2 年の間、パリ (緯度では稚内より北にあります) で 40°C を超える熱波に襲われています。EU 諸国の持つ危機感の大きさにはこのような理由もありそうです。

IPCC の 1.5°C 特別報告書

パリ協定の採択と同時に COP は IPCC に
対し 1.5°C の温暖化の影響に関する報告書
の作成を要請しました。これを受けて、2018
年、IPCC は「1.5°C の地球温暖化特別報告書」
を発表しました。2°C 目標から 1.5°C 目標に
するという事は、一見すると気温上昇幅
を 1/4 だけ引下げただけのように見えます。
しかし産業革命から現在までに既に 1°C 近
く気温が上昇しているわけですから、実は
残り 1°C の上昇余地が半分になったという

べきなのです。

この特別報告書では、気温の上昇を 1.5°C
に抑えるためには、温室効果ガス排出量を
2030 年までに 2010 年比で 45% 減少、2050
年には排出と吸収をバランスさせネットゼ
ロを達成する必要があることが示されまし
た。この減少割合とネットゼロ達成時期に
ついては、統計的な幅を持って予測されて
います。(図表 3)

(図表 3) 1.5°C 目標、2.0°C 目標達成のための温室効果ガス削減量 (2010 年比)

	2030年	ネットゼロの 達成時期
1.5°Cに抑える 排出経路	45%削減 (40-60%削減)	2050年 (2045-2055年)
2.0°Cに抑える 排出経路	25%削減 (10-30%削減)	2070年 (2065-2080年)

※()内は四分位範囲

(出所) IPCC 「1.5°C の地球温暖化特別報告書」より筆者作成

IPCC の 1.5°C 特別報告を受けて、2019 年
12 月、EU は脱炭素化と経済成長の両立を
図る欧州グリーンディール政策を発表しま
した。温室効果ガス排出抑制目標を深掘り
し、1990 年比で少なくとも▲50%ないしは
▲55%まで引き上げるとしています (2010
年比でいうと、それぞれ▲41%、▲47%と

なり、IPCC の 1.5°C 目標にはほぼ整合的にな
ります)。さらに 2050 年には排出量を実質
ゼロにすることを目標にしています。また、
排出量抑制の遅れている国からの製品の輸
入に課税 (国境調整措置) することで、そ
れらの国の対応を促すことも検討していま
す。

約束草案(NDC)の再提出に向けて

今年 (2020 年) は、各国の約束法案の再
提出の年でしたが、新型コロナウイルスの
感染拡大の影響を受け COP26 は 1 年延期と
なり、約束草案提出の期限も事実上伸びて
います。欧州グリーンディールを発表した

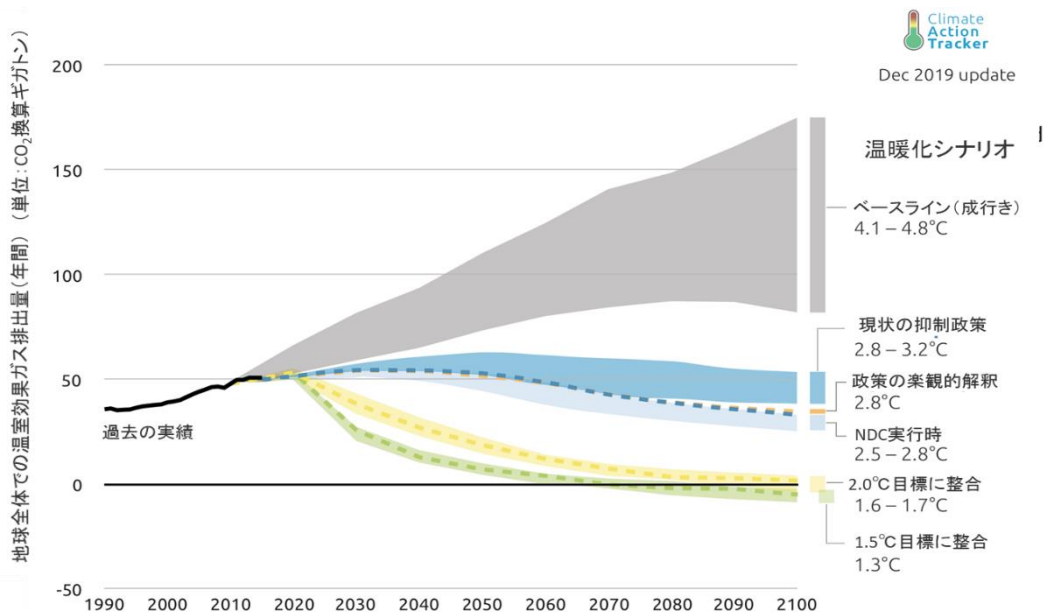
欧州は、NDC についても野心的な目標を掲
げてくることは間違いありません。欧州で
は新型コロナ感染拡大への経済対策を通じ
て、温暖化への対応スピードをむしろ上げ
ていく意向です。9 月 16 日、欧州委員会

2030 年までの排出量削減目標を 1990 年比 ▲55%とするよう欧州議会に求めました。議会での承認を経て法制化されることとなります。

しかしながら、欧州の温室効果ガス排出量は世界全体の 10%程度にすぎません。欧州だけが野心的な目標を掲げても世界全体への影響は限定的です。図表 4 にある通り、現在各国が掲げている NDC がその通り実行されたとしても、2050 年ごろまでは現在の排出量が継続する見込みです。2°C目標、1.5°C目標には相当なギャップがあるのが現状です。温暖化対策の進捗には、米国、日本を含む他の先進国はもちろん、中国、インド、ブラジルなどの大排出量国が足並みをそろえて対処することが不可欠といえます。

今回のコロナ渦が各国の温暖化政策にどのような影響を与えるかも気になるところです。米国はパリ協定から離脱しましたが、新型コロナ対応のまずさもありトランプ大統領の支持率に影響が出ています。大統領選挙で民主党が勝てば、パリ協定に復帰するのではといわれています。中国は、新型コロナへの対応や香港問題などで米国との対立が深刻化する中、9月の国連総会で2060年に排出量ネットゼロを目指すと言明し、世界を驚かせました。温暖化対策について積極的な役割を果たすことで米国との対応の違いを鮮明にしたものと思われます。途上国においては医療体制や衛生状況において先進国とのギャップが改めて認識される中、ESGにおける優先順位に影響があるかもしれません。

(図表 4) 温暖化対応シナリオ別の温室効果ガス排出量推移



(出所) Climate Action Tracker (日本語訳は筆者)

© 2020 by Climate Analytics and NewClimate Institute. All rights reserved.

4. 温暖化政策の投資への影響

最後に温暖化に関する世界各国の政策や社会の動向が長期投資家を取り巻く環境に

今後どのような影響を与えるか、考えたいと思います。

投資判断における気候リスクの考慮

温暖化への対応が進み座礁資産（市場環境や社会環境が激変することにより、価値が大きく毀損する資産）となる危険があるという思惑から、化石燃料の価格が大幅に

下落するなど経済に大きな影響が出ています。気候変動に関する投資のリスクと機会に着眼し、投資判断に組み入れることは、ますます重要になっています。

気候リスクに関する企業の開示

温暖化リスクを踏まえた適切な投資判断を行うためにも、温暖化のリスクと機会に関する企業の開示充実が望まれます。具体的な例では、温暖化問題は石炭火力発電の事業者にとっては事業リスクになる一方、風力発電事業者にとってはビジネス機会となります。前号（第7回）で紹介した TCFD

（気候関連財務情報開示）は、気候リスクを企業が開示するルールを整備しようとするものです。日本では TCFD に賛同する企業が 299（2020 年 8 月現在）と世界でも多く、今後の情報開示の充実に期待が持てます。

アセットオーナー（マネジャー）の開示

TCFD（気候関連財務情報開示）は、アセットマネジャーやアセットオーナー向けのポートフォリオの温暖化リスクの情報開示基準を公表しています。開示は任意ですが、アセットマネジャーや大規模なアセットオーナーは開示に取り組もうとしています。日本では GPIF が 2019 年から TCFD に基づくポートフォリオの情報開示を行っています。

欧州では、ポートフォリオの温暖化リスクに関する開示を義務化しようとする動きがあります。開示により受益者からのチェック機能が働き、ポートフォリオの脱炭素化を促すことの期待がありそうです。アセットオーナー側からは、開示のコスト負担の問題や、年金受益者のほとんどは年金のポートフォリオに興味がなく効果が期待できないとする意見もあるようです。

気候ベンチマークの開発

欧州では、炭素強度（売上当たりの温室効果ガス排出量）の少ない企業を組入れた上で、IPCC の 1.5°C シナリオに従って次第にインデックスの炭素強度が減少していくように設計されたベンチマークの開発が進

んでいます（欧州気候ベンチマーク）。このようなベンチマークに基づく運用が、果たしてどのようなパフォーマンスを示すのか、また、より排出量の少ない社会を促すものなのか必ずしも明らかではありません。

今回は、温暖化のリスクと機会についての開示基準である TCFD についてお話しします。

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

参考文献：

有馬純（2016）、「精神論抜きの地球温暖化対策—パリ協定とその後」、エネルギーフォーラム

井熊均、瀧口信一郎（2017）、「パリ協定で動き出す再エネ大再編」、日刊工業新聞社

IPCC（2014）、「第 5 次評価報告書統合報告書」

IPCC（2019）、「1.5℃の地球温暖化特別報告書」

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③

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号の最後に、「代理人」(agent)であるはずの経営者と機関投資家の双方ともが「本人」(principal)に対する役目を果たしていない、とのボーグル^{※1}批判に言及しました。

それはボーグルの言う「二層代理人社会」(double-agency society)に留まらず、「本人と代理人の関係」^{※2}を支える根本である信用と信頼を揺るがす重大な告発となるものです。

当月号では、この「批判」の内容について検討していきます。それにより現在の主流モデルである「二層代理人社会」の先にある、ボーグルの描く資本主義(企業)社会のあるべき姿、「受託者社会」(fiduciary society)をイメージできるはずですが、またそのことは、「株主ファースト」の見直しに取り組む企業年金の資産・運用管理の担当者(以後、「担当者」)に、「二層代理人社会」の問題点克服を図る上での多くの貴重な示唆を与えてくれるものと考えます。

1. ボーグルの告発

ボーグルの目に映るのは、株主の利益に仕えるという義務は二の次で私利私欲を最優先する経営者の姿です。そして、代理人としての本分を忘れての自己利益追求の象徴として、① 自らへの常軌を逸した巨額報酬、② 収益を(実態より)良く見せる会計報告、③ 巨額の自社株買戻しプログラムを挙げ、自らの経済的利益さらに他社の経営者に対する体面への執着のなせる業だと断じます。

ここで直ちに疑問になるのは、世界中の株式の群を抜く保有者として圧倒的な統制力を持ち、経営者を監督・監視しているはずの、それゆえ現在の「二層代理人社会」において「安全装置」としての役割発揮を期待される機関投資家が、その期待に反し、経営者になぜこのような振舞いを許したのかということです。

ボーグルは(自分の仲間である)世界中

の機関投資家が、「コーポレートガバナンス」に関心を寄せて来なかったと素直に認めます。そしてその理由の一端と考える、業界にある「利益相反」として次の二つの事情にコメントします。

④ 高報酬： 機関投資家の多くがたつぷりと報酬を得ている関係上、自分のことを棚上げし、同じ高報酬仲間の経営者を敢えて積極的に非難しようとはしない。

⑤ 短期取引： 株式運用者は、株式を長期保有する(long-term holders)「大家」(owners)というよりは、あまりにも多くの場合、短期取引を行う(short-term traders)「店子」(renters)のような存在である。そして株式の「レンター」は、「コーポレートガバナンス」を気かけない。というよりも多分気にかけるべきではないのだ。

そして、執念を持って自分のために戦う

経営者と、執着などなく目立たないことを好む「不戦派」の機関投資家の勝負では、

経営者が勝利するのは火を見るより明らかだと忸怩（じくじ）たる思いを述べます。

2. ボーグルの目指す社会

ボーグルは、上のおり批判する「二層代理人社会」の様々な問題実例を挙げ、それらへの解決策を提案していきます。当たり前ですが「解決策」それ自体は、「どこへ（目的地）」ではなく、今の状況を「どうするか」に重点を置きます。しかし、目的地を知っていた方が、なぜその「どうするか（提案されている解決策）」をしなければならないのかが、分かりやすいはずです。当然、ボーグルでも目的地を定めた上で解決策を提案していると思われまます。そこで、ボーグルとは順序を変え、先ず目的地の「受託者社会」(fiduciary society)のイメージを押さえることにします。

ボーグルは、機関投資家たるもの、投資先企業が株主の利益第一に経営されていることを第一目標にしなければならないと言います。一方で現代企業にとっては、自らの根源的(内在的)価値(intrinsic value)の長期的成長を生み出すことが、最も好ましい目的であることは疑問の余地はないと明言します。つまり企業の目的は、短期的な株価のつかの間の上下動を図ることではなく、事業価値の継続的成長であると強調するのです。

このことは、東インド会社以降、企業経営は永続を前提とする時間軸の概念を取り込んだことを考えれば、当然と言えるでしょう。そして、この考えは株主利益と矛盾はしないとして、ウォーレン・バフェットの言を援軍に自らの説を補強します。

「一時的に株価が業績を上回ったり下回っ

たりする時、ごく少数の株主は売り手または買い手として、取引相手の犠牲において大きな利益を得ます。しかし長期ではその会社の株主が得た利益の総額は、その会社がビジネスで稼いだ利益総額と必ず等しくなるのです。」

そしてボーグルは忘れてはならないとして、論文タイトルにある「公共の利益(the public interest)」に言及します。これは、ビジネスを行う「場」である「社会」という視点の導入です。ボーグルは「公共の利益」とは我々の「社会全体の利益」だと定義し、説明します。

ボーグル曰く、我々の生きる社会が目指すのは「経済全体にとっての真の富の創造」である。それは単に金融資産に留まるものではなく、国の全ての人的資本、物的インフラストラクチャーや公共部門により作り出された、安全保障や法秩序をも含む総合的な富なのである。(ラインハルト プリンストン大学教授)

そうであるなら、企業経営者も機関投資家も同様に、自分以外の人々の活動が貢献して創造した彼ら他人の富・国の富の価値保全に利害関係を持つことになります。なぜなら、それらの富を何らかのかたちで使ってビジネスを営む以上、それらの富から恩恵を受けているからです。

以上から、継続する企業とは成長し続ける利益を株主にもたらす企業のことであり、それは自らの顧客、従業員、地域社会、そして社会全体の利益も考慮して初めて最も

良く達成でき得るとボーグルは結論します。

こうして、経営者にとり「公共の利益」に尽くす経営は、企業目的である自らの根源的（内在的）価値の長期的成長を生み出すことにも、経営を託された株主の利益にも、矛盾なく沿うこととなります。つまり、経営者は託された責務を果たすことができるというわけです。

3. 機関投資家の役割

上述のボーグルが理想とする状態は、ボーグルによれば資本主義社会の伝統的起源である、「信じ、信じられる（trusting and being trusted）」関係の回復です。しかし前号の「2. 個人所有社会」で述べましたように、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」と断じていますので、これは単なる「復古」ではあり得ません。

それは、現在の「二層代理人社会」の「代理人」（経営者と機関投資家）が私利私欲や自己の都合・事情ではなく、「本人」（実質的な株主・受益者等々）の利益のために尽くすことを行動原理とすることで、もはや「告発」の必要のない「託し、託される関係」（Fiduciary Relationship、「信認関係」）^{注3}の成り立つ社会、いわば「信認社会」と考えるべきでしょう。

「このような社会になるためには」を、託される側である「受託者」としての機関投資家の視点から執筆しているボーグルには、当然ながら託す側の「担当者」が何をすべきか、どう考えるべきか、という視点での言及はありません。そこで、「担当者」の役割については、後で言及することにし

ボーグルは続けて、これらの理想を単なる愚かな理想主義と考えないでほしい、これらは資本主義がそもそもの発端から依拠していた理想なのだと言い、「わが国民の社会全体の繁栄を、全力を傾けて推し進めたいと考えない者は、決して良い市民ではない。」というアダム・スミスの言葉を引用します。

て、まずは機関投資家の役割をどう考えるか見ることにします。

さて、上述のような社会では、「1. ボーグルの告発」での経営者の自利益追求の象徴とされた①から③のようなことは起こらないと言えるのでしょうか？ 良き社会関係について経営者が深く理解・自覚しているとして、経営者の「属人的要素」、例えば「倫理的義務感」に任せておけば大丈夫なのでしょうか？ 岩井 東大名誉教授は次のように述べます。

「倫理的義務とは『不完全』な義務である。それを果たすかどうかは、個人の自由に任せられる。義務を果たせば美德だが、果たさなくても悪徳とはいえない。それは不徳—倫理性の弱さ—を意味するにすぎないのである。理想的には、すべてを受託者個人の自発的な倫理性に任せることである。だが、残念ながら全ての経済学者が知っているように、倫理性とはこの社会においては最も希少な資源の一つである。」^{注4}

ボーグルもこの点には楽観的ではなく、そもそも「信認社会」にするため、あるいは、なった後は「歯止め」となる機関投資家のあり方について言及します。

第一段階：もし巨大な現代企業の使命が「公共の利益」に尽くすことであるなら、かつてないほどの力を持った我々機関投資家は、投資において、何が本物なのか、何が偽物だが本物のように見えるのか、を学ばなければならないと言います。そして子供でも理解できる、必ず成り立つ算数のきまりである、① 伝統的な資本主義の本質、② 長期投資の知恵、③ 短期的投機の愚かさ、④ リターンを作り上げる複利の生産的な力、⑤ リターンを破壊する乗積コストの収奪力、を理解しなければならないと注文を付けます。さらに、これからの数年でこのような明白な理（ことわり）が機関投資家の投資マネジメントを駆動するに相違ないことは、少し時間を取って良く考えてみれば分かるだろう述べ、投資のあり方は「受託者」の責務（fiduciary duty）と「公共の利益」の重視という方向に向かって動いており、その歩みは止められないとはっきり言い切ります。

第二段階：やましきなどを感じずに「コーポレートガバナンス」の舞台に上げられるように、我々機関投資家は自らの欠陥を軽減するためになすべき仕事があると言います。

そして例を投資信託運用会社にとり、世界中で利益相反の問題を抱えているとして次の3点を挙げます。

・1兆ドル以上の資産を保有する巨大なファンドグループでさえ、資金運用を外部運用会社に委託する必要があるという奇怪な業

界構造。

・これら運用会社はしばしば公開会社であるため、二人の異なる主人（投信の株主^{注5}と投信会社の株主）に仕えることになるという、相反する「受託者」の責務（fiduciary duty）を持つという股裂き状態に陥っている。しかも「そろばん勘定」では、投信会社を主人にする方が勝る。

・積極的なマーケティング活動が、プロフェッショナルな運用マネジメントよりも優先されるという、反生産的な優先順位。

ボーグルはこれらに通じる原因は運用会社の所有構造だと考えており、このような利益相反を必然的に伴う所有構造は変えなければならないと主張します。

そして機関投資家が、上述の認識（第一段階）を自らの構造改革（第二段階）で行動原理として実践できるようになると、ようやく「託される人」（「受託者」）として「託す人」（「信託者」）である実質的な株主・受益者等々への責務を果たす準備が整ったこととなります。

そこで、「時は来た。世界を新しくすることに取り組もう。「スチュワードシップ」がそこでは「お守り」（talismán）となる、「信託社会」（fiduciary society）を作り上げよう」とボーグルは呼びかけます。

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ることを申し添えます。

（続く）

注1：本稿では、John C. Bogle の論文 ”The Modern Corporation and the Public Interest”, Viewpoint, *Financial Analysts Journal* Vol.74, 2018 issue 3 を「ボーグル」と言うことにする。

注2：「本人と代理人の関係」は、なにも株主と経営者（CEO）、企業年金と運用会社に限定されるわけではありません。例えば、患者と医師、依頼人と弁護士・会計士・税理士、選挙民と政治家、被後見人と後見人なども考えられます。

注3：Tamar Franke1 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

注4：岩井克人「信任関係の統一理論に向けて」*経済研究* Vol 67, No. 2, Apr. 2016

注5：前号でも述べましたように、我が国で主流の「契約型」とは異なり、米国では「会社型」投資信託が主流であるためです。

<コラム>アドリブ経済時評

世界一貧しい大統領の演説

先日、ウルグアイの元大統領ホセ・ムヒカ氏が 85 歳で引退を表明した。

同氏の 2012 年のリオでの「国連持続可能な開発会議」の演説は衝撃的なものだったと有名である。コロナ禍のこのタイミングに有益ではないかと思う。

演説は「人類がこの地球環境を壊さないで生き続けるには何が必要か」ということであり、10 分弱なので、まずは、Youtube (https://www.youtube.com/watch?v=m_v7zxdmpbw) で、ぜひともごらん頂きたい。

本稿では要旨を、あえて箇条書きにして<>書きの注釈をつける。

- ① 例えば、インド<人口 14 億>で、車をドイツ並みの保有率で持つことを考えて欲しい。資源も足らなくなるし、大気汚染が凄いいことになると思当がつく。言いたいことは、現在 70~80 億の世界の人々がこれ以上の物質的な発展をするのは、もう無理なところまできているということだ。
 - ② すばらしい発展をもたらした競争と市場、それにグローバル化であるが、そうしたライフスタイル、文明のエンジン**は人々のあくなき消費**であり、それはあきらかに行き過ぎて、地球を傷つけ、また結果的に人々をも苦しめる悪循環となっている。<CO2 増加、温暖化、気候変動問題⇒地球人口は定員 (50 億) 超過、冒頭の国連会議>
 - ③ そんな市場では、企業は大量生産で大量に売ることを目指して、あの手この手で人々に消費をさせようとする。10 万時間もつ電球でも 1 千時間しかもたないようにしてより多く売ろうとする。
 - ④ 人々は、より多くのもを持つことに血眼となり、無反省に無理して働こうとする。それこそが**発展だと思ひ込む**。<GDP は付加価値であり、国の最重要な数値となる>
 - ⑤ 我々が本来追求めるべきは、「幸福」であり、「愛」「子育て」「友達を持つこと」、またそのために「必要最低限のものを持つ」ことでもある。発展はそれを邪魔してはならない。<近年、心理学、幸福学でも、幸福はほぼ人間関係にあるとされている>
 - ⑥ 貧乏というのは、少ししかもっていないのではなく、際限なく欲しがることである。
 - ⑦ より多く欲しがる人は、より多く働こうとし、真の幸福に使う時間が少なくなる。
 - ⑧ つまり、「あくなき消費」が地球を傷つけ、人々をも幸福でなくしてしまっているが、問題はこれが人生の目的とすらなっていて、誰もコントロールできないことにある。消費が止まれば不況という名のお化けが姿を現す。<現在のコロナ禍の状況でもある>
 - ⑨ 水の問題や環境問題は事の本質ではなく、築いてきた文明のあり方、我々の生き方の問題なのである。<コロナが教えてくれようとしていることに重なると思う>
- 生まれ変わるものなら、こういうリーダーのいる国がいい。

<新政権が「我が国の CO2 排出を 2050 年にゼロにする」と宣言した日に>

2020 年 10 月 26 日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

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。