

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12月号

《目次》

《確定給付企業年金の財政状況》 2019年度の財政決算の状況 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
《退職給付会計導入 20年を振り返る その1》 会計基準導入の影響とその対応 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 9
《ESG投資の潮流 第9回》 TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)について 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④ 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 20
《アドリブ経済時評》 もはや必須科目になってきた SDGs 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>

確定給付企業年金の財政状況

2019 年度の財政決算の状況

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、総幹事を受託している確定給付企業年金（以下、DB）について、定期的にデータを集計しています。今回は、2019 年 4 月から 2020 年 3 月までの 1 年間に財政決算を迎えた 915 制度を対象に集計した結果をご案内します。なお、集計対象とした DB の内訳は、規約型が 735 件（80.3%）、基金型が 180 件（19.7%）です。

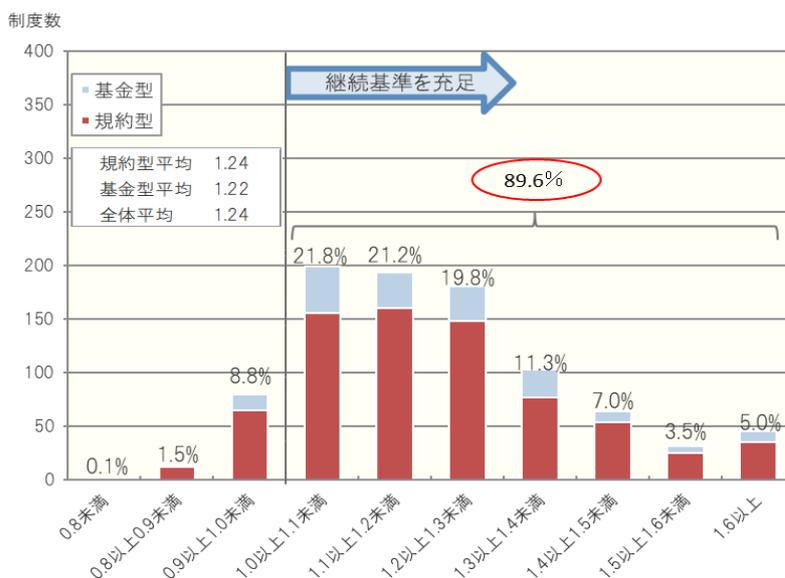
昨年に比べて、継続基準の積立水準はわずかに低下しました。非継続基準の積立水準は引き続き低下傾向にあります。非継続基準では近年の金利低下により、更なる予定利率の低下が見込まれるため、将来の財政状況予測を踏まえた財政運営が必要です。

1. 継続基準の積立水準

継続基準では、責任準備金に対して純資産額（時価）がどれだけ積み立てられているかを検証します。「純資産額÷責任準備金」が 1.0 を下回ると継続基準に抵触することになりますが、平均は 1.24（規約型 1.24、

基金型 1.22）と、前年平均の 1.27（規約型、基金型とも同率）からわずかに下がり、全体の約 90%（前年は約 92%）の制度が継続基準を充足しました（図表 1）。

（図表 1）「純資産／責任準備金（※）」比率



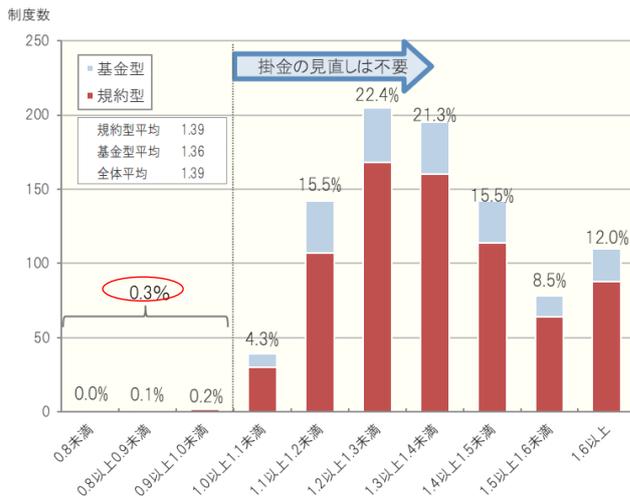
（※）「財政悪化リスク相当額」を計算している DB 年金については、責任準備金に代え、「数理債務－特別掛金収入現価－リスク対応掛金収入現価」を使用しています

出所：弊社データを基に作成

次に、掛金見直しの判定基準となる「(数
理上資産額+許容繰越不足金)÷責任準備
金」の積立水準を見ると、平均 1.39 (規約
型 1.39、基金型 1.36) となっており、こ
ちらも、前年の平均 1.42 (規約型、基金型と
も同率) からわずかに下がりました。

この比率が 1.0 を下回ると、次回の再計
算を待たずに掛金の見直しが必要となりま
すが、1.0 を下回った制度は 0.3%に過ぎず、
ほとんどの制度で掛金の見直しは不要との
結果となりました (図表 2)。

(図表 2) 「(数理上資産額+許容繰越不足金) / 責任準備金 (※)」 比率

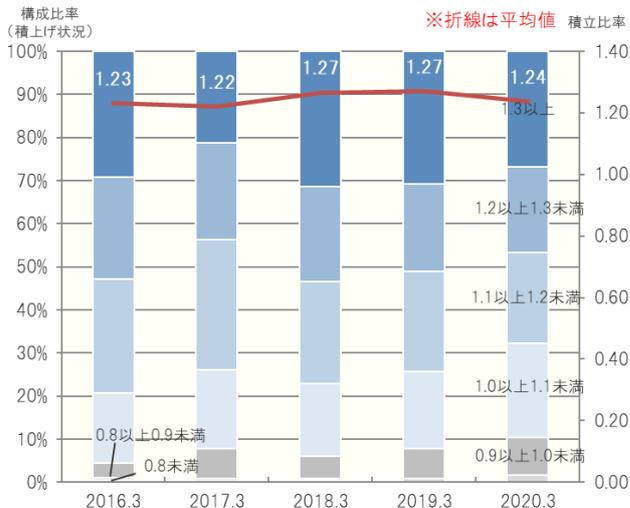


(※) 「財政悪化リスク相当額」を計算している DB 年金については、責任準備金に代え、「数理債務-特別掛金収入
現価-リスク対応掛金収入現価」を使用しています
出所: 弊社データを基に作成

また、継続基準の積立水準を時系列で見
ると、市場環境が比較的良好であった 2017
年度 (2018 年 3 月期) にやや上昇し、その

後は横ばいで推移していましたが、2019 年
度 (2020 年 3 月期) ははわずかに低下しま
した (図表 3)。

(図表 3) 継続基準の財政検証結果の時系列推移 (「純資産額 / 責任準備金」)



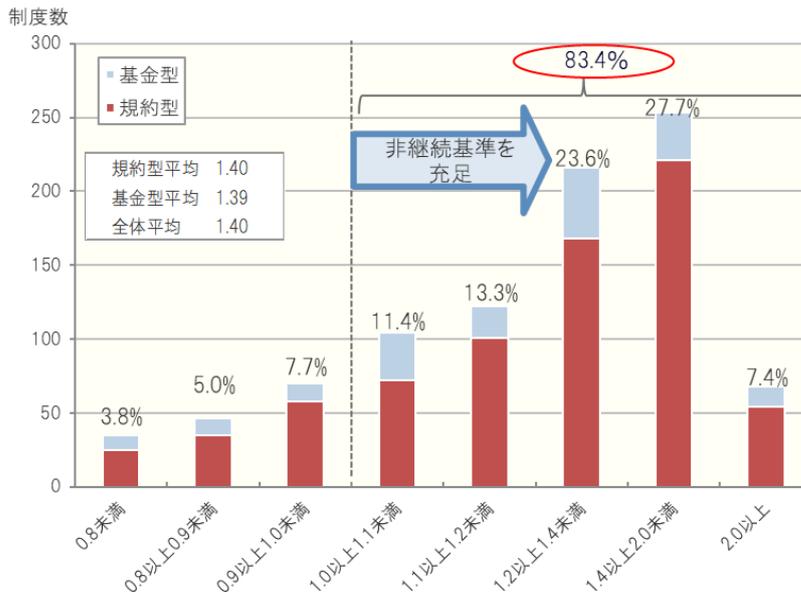
出所: 弊社データを基に作成

2. 非継続基準の積立水準

非継続基準では、最低積立基準額（未認識額控除^{注1}後）に対する純資産額の積立水準を検証します。集計の結果、積立水準の平均値は、1.40（規約型 1.40、基金型 1.39）

でしたが、基準を充足している制度の比率は約 83%と、継続基準に比べて低くなっています（図表 4）。

（図表 4） 非継続基準の積立水準



出所：弊社データを基に作成

非継続基準では、積立水準が 0.9 を下回った場合の他、積立水準が 0.9 以上 1.0 未満の場合であって、過去 3 年間のうち 2 回以上基準に抵触した場合に、追加掛金（特例掛金）の計算が必要となりますが、このような特例掛金の計算が必要な制度は約 12%

でした（図表 5）。

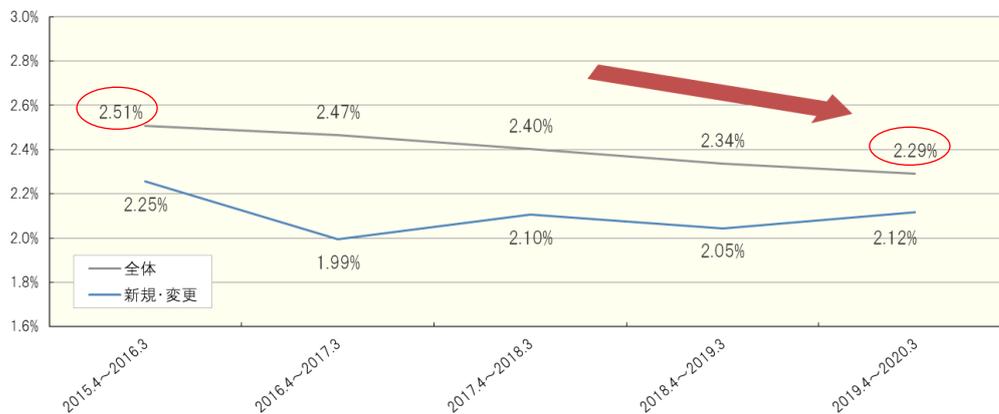
非継続基準の積立水準の平均は 1.40 と 1.0 を大きく上回っているため、高い水準といえます。しかし時系列で見ると低下傾向にあり 4 年前（2016 年 3 月）の 1.58 から 0.18 ポイント下がっています。（図表 6）。

継続基準で用いる予定利率（告示の率）は 1.05%と、5 年前と比べると 0.95 ポイントも低下しました。

継続基準の予定利率は、制度を実施する事業主あるいは基金が主体的に決めます。予定利率を引下げれば、将来の運用収益の見込みが減少するため、掛金の負担が増加

します。事業主や基金は運用環境や財政状況に照らして、予定利率の引下げを判断します。従って、継続基準の予定利率が低下するのは、事業主や基金による年金財政の安定化の試みと言えましょう。

(図表 7) 継続基準の予定利率の推移



出所：弊社データを基に作成

(図表 8) 非継続基準の予定利率の推移



出所：弊社データを基に作成

これに対して非継続基準の予定利率は、30 年国債利回りの直近 5 年間の平均を勘案

して国が決定します。継続基準の予定利率低下が、事業主や基金による意図した引下

げであるのに対し、非継続基準の予定利率低下は意図せざる引下げと言えます。また、近年の低金利環境の長期化に伴いその低下幅は極めて大きく、積立水準に大きな影響を与えています。

30 年国債の年平均利回りは、2018 年は 0.794%、2019 年は 0.448%と低い水準が続く、過去 5 年平均で算出される非継続基準の予定利率もしばらくはまだ低下傾向が続くと予想されます。従って、非継続基準に抵触する制度は、今後も増えていくことが

懸念されます。

検証時点で制度終了を前提とする非継続基準は、現実的でないという意見があるかもしれませんが、受給権保護という観点から重要な基準であることは間違いありません。そのため、非継続基準の積立水準が芳しくない制度においては継続基準の予定利率の引下げ、あるいはリスク対応掛金の拠出等による年金資産の積増し等によって、積立水準の改善を検討することが必要です。

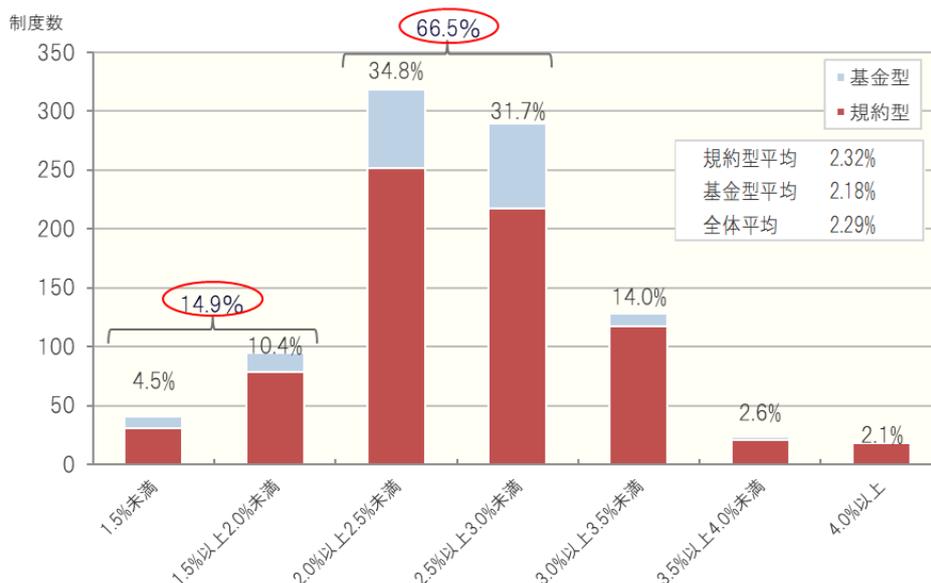
3. 予定利率(継続基準)の推移

予定利率(継続基準)の分布は、2.0%以上 3.0%未満が中心となっています。予定利率を 2%台としている制度の比率は約 67%、2%未満は約 15%であり、予定利率 3%未満の制度が約 5 分の 4 を占めています。平均は 2.29%ですが、基金型が 2.18%、規約型が 2.32%と、設立形態によって大きな差異はありません(図表 9)。

図表 7 では予定利率の時系列推移として、全制度の平均値と、新規発足または制度変

更を行った制度の平均値をそれぞれ示しています。この図表から、①予定利率は低下傾向であること、②新規発足または制度変更により新たに設定した予定利率はその年の全制度の平均値を下回っていること、が分かります。予定利率は退職給付債務の割引率とは異なり、毎年変更するわけではありませんので、財政再計算等で予定利率を引下げた制度が増加し、全体の予定利率が低下傾向を示していると想定されます。

(図表 9) 予定利率(継続基準)の設定状況



出所: 弊社データを基に作成

次に、年金財政上の予定利率と企業会計上の期待運用収益率を比較したのが、図表 10 です。期待運用収益率を開示した企業の予定利率の平均は 2.16% ですが、期待運用収益率の平均は 2.03% と、期待運用収益率の方が低くなっています（なお、図表 10 は図表 7 および図表 9 の予定利率とは集計対象が異なります）。その理由の一つとして、企業会計上、退職給付信託の期待運用収益

率は 0%、あるいは配当利回り程度とするケースが多いことが考えられます。

また、企業会計上の期待運用収益率を年金財政上の予定利率よりも保守的に見積もっていることも考えられます。数理計算上の差異の損失が発生すると、その償却のため以後の費用が増加するため、損失発生を抑制すべく期待運用収益率を低めに設定している可能性もあります。

(図表 10) 予定利率と期待運用収益率

予定利率 期待運用収益率	1.5%未満	1.5%以上 2%未満	2%以上 2.5%未満	2.5%以上 3%未満	3%以上 3.5%未満	3.5%以上 4%未満	4%以上	合計
1.5%未満	7	3	18	12	4	2	0	46
1.5%以上2%未満	4	12	12	8	3	0	0	39
2%以上2.5%未満	1	8	48	13	6	1	1	78
2.5%以上3%未満	0	2	14	21	6	0	0	43
3%以上3.5%未満	2	0	7	13	1	0	0	23
3.5%以上4%未満	0	0	2	1	0	1	0	4
4%以上	0	0	5	3	1	0	0	9
合計	14	25	106	71	21	4	1	242

出所：弊社データを基に作成

4. 特別掛金の状況

最後は、特別掛金の残余償却期間の分析結果です。特別掛金がない、つまり未償却過去勤務債務がない制度が 4 割強存在し、過去勤務債務がある制度の残余償却期間の平均は 2 年 11 ヶ月でした（図表 11）。

図表 12 では残余償却期間別の制度数を時系列で示しています。2016 年 3 月には特別掛金なしの制度は 271 件でしたが、2020 年 3 月には 421 件まで拡大しています。

掛金は、将来の給付を賄うために拠出する標準掛金と積立不足を補填するための特別掛金の他に、2017 年からは将来の財政悪

化リスクに対応するためのリスク対応掛金の拠出も認められるようになりました。

標準掛金と特別掛金が「将来の給付のための備え」であるのに対して、リスク対応掛金は「将来の財政悪化リスクへの備え」と言えます。掛金を拠出すべき優先順位は、「財政悪化への備え」よりも「給付への備え」の方が高くなりますが、半数近くの制度において特別掛金による積立不足の償却を必要としない状況を考えると、今後は「将来の財政悪化リスクへの備え」が制度運営上の主たる課題になっていくと想定

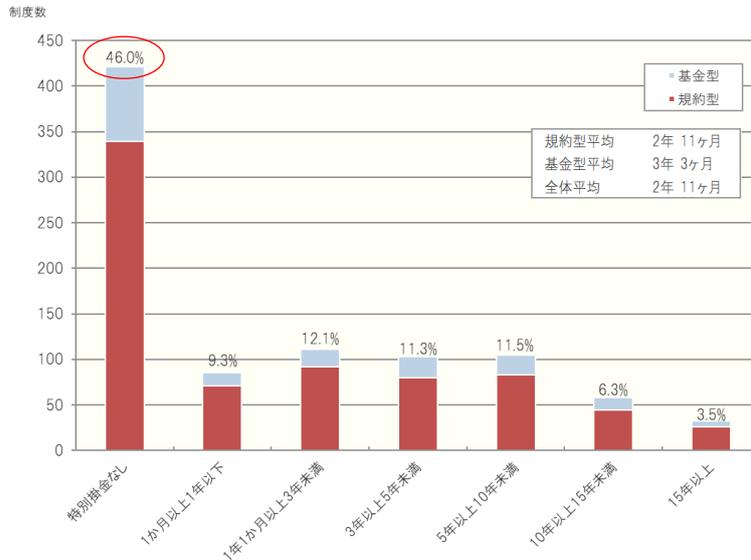
されます。

本稿でご案内した以外の項目についても、各種集計結果を作成していますので、詳細について知りたい方は、弊社営業担当宛て

ご照会ください。

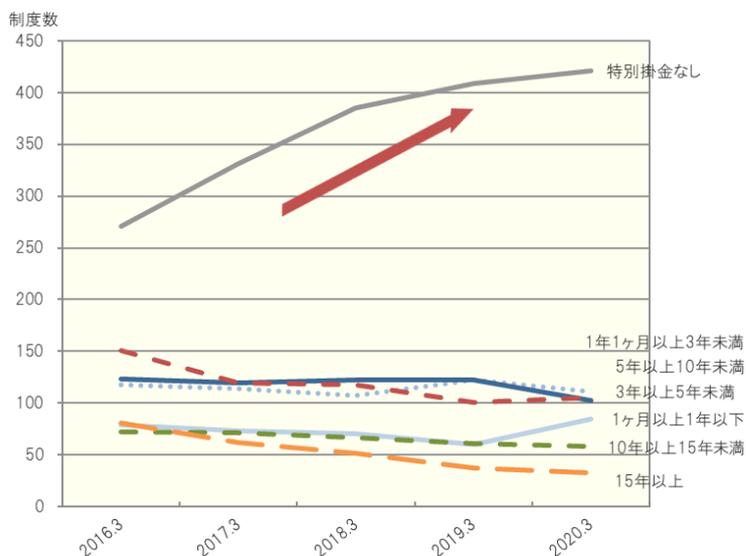
なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

(図表 11) 特別掛金の残余償却期間



出所：弊社データを基に作成

(図表 12) 残余償却期間別の制度数(時系列推移)



出所：弊社データを基に作成

注1：非継続基準では、5年を限度として、厚年基金からの承継や給付改善等にかかる過去勤務債務の額を段階的に最低積立基準額から控除する取扱いが認められており、当該控除額が未認識額となる

退職給付会計導入 20 年を振り返る その 1

会計基準導入の影響とその対応

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

退職給付会計は基準公表から適用まで3年近くの期間が設けられていました。基準導入によって企業に与える影響が大きいと考えられたため猶予期間が十分に設けられた可能性が高いと思われます。また、激変を緩和するために会計処理において特別の措置も考慮されました。それでも基準導入に伴う上場企業の損益へのインパクトは当時、約16兆円にも及んだと推測されます。

はじめに

退職給付会計は2000年4月1日以降に開始される事業年度（2000年度）から適用されており、2019年度の決算で20年目という節目を迎えました。この20年の間にはDCやDBの導入など制度面で大きな変革があり、また、経済環境でもリーマンショックなど激動がありました。

退職給付会計に限らず、会計基準は企業行動に影響を与えることを意図して導入されたり、変更されるわけではありません。あくまで経済実態をより正確に伝えようとして見直されるものであるはずです。さらに言えば、会計基準が退職給付制度のリスクを増幅させるわけでもありません。

しかし、企業は経営成績に基づいて行動

を変化させるため、結果的に会計基準の導入や変更が企業行動に変化を与えることになります。会計基準導入によって表面化したリスクが企業体力に比して大きいのであれば圧縮に努めることも合理的な行動です。退職給付の場合、基準変更のインパクトが極めて大きかったため、それが顕著に表れた例であると言えます。

もともと、基準導入後20年も経過しただけに当時の事情を知る人も少なくなっています。そこで今月から3回にわたって、過去20年の会計数値の変遷と年金制度や経済の動きについて、回顧していくことにします。

1. 基準導入で懸念されたこと

退職給付会計は、1998年6月に企業会計審議会（注）から公表され、2000年4月1日から開始される事業年度から適用されました。3月決算企業であれば、実際に適用されるのは2001年3月期決算からであり、公表から適用まで実に3年近くの期間が設けられていたこととなります。新基準を適

用する際に、基準の周知徹底を図るために猶予期間が設けられることはありますが、このように長い期間が設けられたことは珍しいと言えます。十分な猶予期間を設けたのは、退職給付会計の導入が企業の決算に大きな影響を与えると考えられたからだと思われます。

(注) 会計基準は、現在は民間団体である企業会計基準委員会 (ASBJ) が作成していますが、1998 年時点では大蔵大臣 (当時) の諮問機関である企業会計審議会が作成していました。

退職給付会計導入の影響が大きいと考えられたのは以下の理由によります。退職給付会計では、企業年金は退職給付債務と年金資産の差額が、退職一時金は退職給付債務の額が貸借対照表に負債計上されます。それまでは企業年金は負債 (あるいは資産) が貸借対照表に計上されず (オフバランス)、退職一時金は多くの企業で税法上の退職給与引当金を計上していました。

一方、当時の企業年金はバブル崩壊後の運用環境の悪化で積立不足がありました。さらに、退職給付債務の割引率が年金財政上の予定利率よりかなり低くなることが想定されたため、年金財政上の積立不足を上回る多額の追加負債計上が懸念されていました。

退職一時金も期末の自己都合要支給額の 40% という税法基準での引当てでは追加の負債計上が予想されました。退職給付債務算定の基礎となる給付見込み額は将来の勤務による増加分を織り込むため、要支給額より大きくなると考えられますが、仮に給付見込み額と要支給額が同額の 100 だったとして、割引期間を 20 年とし、割引率を 3% とすると退職給付債務は 55 となり要支給額の 40 より大きくなってしまいます。

2. 会計基準による激変緩和策

退職給付会計導入にあたっては、猶予期間を長く設定しただけでなく、激変緩和のための措置も講じられました。追加の負債計上 (費用・損失を計上して追加の負債を計上する) が必要となる額を “会計基準変

追加の負債を貸借対照表に計上するには負債計上額と同額の損失を計上しなければなりません。しかも、その額が巨額になることが想定されるのであれば、企業はその影響を緩和したいと考えるはずですが、問題は追加負債計上の基礎となる退職給付債務の額を企業自身で算出することが困難である点です。退職給付債務の額が把握できなければ対応策の検討もままなりません。

信託銀行など退職給付債務の計算受託機関が、事前に退職給付債務の額を算定するサービスを提供しましたが、退職給付債務の概念の周知徹底や必要なデータの確認及び収集、さらにその後実際の計算作業を行うにも時間がかかります。影響額の判明後に対応策を検討し、実施に至るまでにはさらに期間を要します。

例えば、積立不足圧縮のために予定利率の引き下げ等で年金制度への掛金拠出を増やすにしても一定期間は必要です。退職給付会計導入による影響を緩和するために考案された退職給付信託を活用するにしても準備期間が必要となります。こうしたことが適用まで十分な猶予期間が設けられた 1 つの要因であったはずですが。

更時差異” とし、適用後最大 15 年で均等に償却することを認めたことです。償却期間を最大の 15 年とすれば会計基準変更時差異の各年度の負担は 15 分の 1 に軽減され、期間損益への影響を緩和することができま

す。さらに、会計上の積立不足解消スキームとして“退職給付信託”を認め、さらに、この退職給付信託の設定に関して会計上の特例措置が設けられることになりました。

退職給付信託に関する特例措置は、「退職給付会計適用後 6 か月以内に保有株式を抛出して退職給付信託を設定した場合、設定金額と同額の会計基準変更時差異の一時費用処理を認める」というものです。退職給付会計では、抛出額は費用ではないため、本来であれば退職給付信託に抛出しても抛出額が費用とはなるわけではありません。しかし、退職給付会計適用後 6 か月間に限り、特別に費用処理を認めるという特例です。一時費用処理を行うことが、なぜ特例となるかと疑問を持たれるかもしれません。これは保有する株式に“含み益”があり、それが“実現益”になることとセットで考えれば理解できます。

保有株式を信託に抛出すると抛出株式は時価で評価されるため、抛出時の時価と簿価の差額相当の信託設定益が計上されます。同時に、抛出株式の時価相当額の費用処理が行われるため、信託設定益で損失が一部相殺されることとなります。つまり、特別損失に会計基準変更時差異の処理損失（時価相当額）、特別利益に信託設定益（時価と簿価との差額）が両建てで計上され、結果

的に損失は保有株式の簿価相当額に圧縮されることになるわけです。

当時はバブル崩壊後で株価が低迷していたとはいえ、政策的に古くから保有していた簿価の低い株式を抛出すれば、会計基準導入の影響をかなり緩和できたと言えます。さらに、退職給付信託は、信託に抛出しても議決権は留保され持ち合い関係は継続されること、実現した利益は課税所得にはならないことなどのメリットがあり、多くの企業が利用しました。なお、導入後 6 か月間に限って特例措置が認められたのは、当時は四半期決算が行われていなかったためです。導入後の最初の中間決算が発表されるまでに設定することが条件だったわけです。

当時設定した退職給付信託が現在もそのまま残っているケースはかなり多いと考えられます。こうした退職給付信託は、退職給付会計導入時に激変緩和に果たした役割が大きいことは事実ですが、一方でその後の株価変動で企業収益を不安定にさせ、さらに政策保有株式の流動化を妨げる一因になっていることも事実です。特に、最近では政策保有株式の保有目的や経済合理性に関する説明責任が求められるようになってきているだけに、株式版退職給付信託の在り方について再検討が必要と思われます。

3. 上場企業の会計基準変更時差異は約 16 兆円

実際の会計数値で導入時の状況を振り返ります。全上場企業の 2000 年度の退職給付債務は 81.8 兆円、翌 2001 年度の退職給付債務は 98.0 兆円となっています。3 月以外の決算期の企業は退職給付会計の適用が 2001 年度からですから、上場企業全体の退

職給付債務の残高は 2001 年度ベースで見た方が実態を捉えていると考えられます。

一方、年金資産は 2000 年度で 44.4 兆円、2001 年度で 50.7 兆円ですから、積立比率は 5 割を少し超えた水準にとどまります。積立不足は 2000 年度で約 37 兆円ありますが、

この積立不足のすべてが会計基準変更時差異となるわけではなく、旧基準ですでに引当て済みの退職給与引当金を差し引いた額が会計基準変更時差異となります。当時の上場企業の退職給与引当金の残高はデータがないため集計できませんが、国税庁のデータをみると日本全体の退職給与引当金の

残高は1997年度で14兆円となっています。自主的あるいは監督官庁の指導で100%の引当てを行っている企業あるいは業界（例えば銀行）もあったため、会計上の引当金残高は税法上の残高を上回る水準となっていたはずです。

(図表 1) 退職給付会計数値の推移 (2000~2002 年度)

(単位: 億円、%、社)

	2000年度	2001年度	2002年度
退職給付債務	818,289	980,282	970,732
年金資産	443,846	506,917	430,892
積立比率	54.2%	51.7%	44.4%
未認識過去勤務費用	▲ 7,323	▲ 18,457	▲ 20,451
会計基準変更時差異	61,028	59,989	48,391
未認識数理計算上の差異	90,378	185,682	289,970
過去勤務費用当期発生額	▲ 8,612	▲ 13,884	▲ 5,979
会計基準変更時差異の発生額	139,287	20,428	—
数理計算上の差異当期発生額	92,232	109,965	125,405

※過去勤務費用・会計基準変更時差異・数理計算上の差異の当期発生額＝各々前年度からの増加額＋当年度処理額

勤務費用	34,298	38,877	39,117
利息費用	24,940	29,134	27,037
期待運用収益	15,390	17,692	15,774
過去勤務費用の処理額	▲ 1,289	▲ 2,750	▲ 3,985
会計基準変更時差異の処理額	78,259	21,467	10,706
数理計算上の差異の処理額	1,854	14,661	21,117
退職給付費用	123,744	86,322	82,115
変更時差異を除く退職給付費用	45,485	64,855	71,409

割引率	3.11	2.72	2.39
期待運用収益率	3.21	2.94	2.53

集計対象社数	2,867	3,398	3,423
--------	-------	-------	-------

(注) 集計対象は、当時の上場企業 (3,425 社)

(出所) 日経 NEEDS データを基に当社作成

実際には、会計基準変更時差異は、2000 年度分（3 月決算企業）と 2001 年度分を合計して 16 兆円程度発生しました。また、2000 年度には 7 兆 8,000 億円の会計基準変更時差異を費用処理しています。2000 年度に発生した会計基準変更時差異が約 14 兆円であり、初年度で 5 割以上を償却したことになります。この費用処理負担を圧縮することにおおいに貢献したのが前述の退職給付信託であったわけです。

このように企業が退職給付会計導入で最初に対応を迫られたのが、会計基準変更時

差異であったわけです。ただ、その後も企業は数理計算上の差異の発生により多大な負担を強いられることになります。マーケットの下落による資産運用の低迷と割引率低下による負債の増加という両面で費用処理の負担が増加することになるからです。その状況については次号で振り返ることになります。

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 9 回

TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) について

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。

今回は前回に引き続き、気候変動に関連した話題を取り上げます。投資先の気候変動リスクを把握するためには、開示の充実が望まれます。TCFD は気候変動の企業財務への影響を開示するガイドラインを制定しています。

1. TCFD 創設の経緯

TCFD 創設のきっかけは、2015 年 4 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会合において、金融安定理事会に対し、気候関連課題について金融セクターとしてどのように対処するかの検討が要請されたことに始まります。これを受けて同年 12 月、金融安定理事会は「気候関連財務開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures、以下 TCFD)」を設立しました。

座長は、元ニューヨーク市長であり金融情報端末で有名な Bloomberg 社の創業経営

者、マイケル・ブルームバーグ氏です。メンバーとなる民間有識者は金融関係者の他、非金融セクター、会計事務所、財務格付け機関等から選ばれました。

TCFD のミッションは、気候変動が金融システムに与える影響を把握するため、企業や金融セクターがさらされる気候関連リスクを開示する際のガイドラインを策定することでした。立ち上げから約 1 年半の検討期間を経て、2017 年 6 月に最終報告書^{注1}が公表されました。

2. TCFD による開示の概要

TCFD 最終報告書は、気候関連のリスク・機会について、企業等の情報開示を支援することを目的に策定されました。企業が気候変動のリスク・機会を把握し、将来に向けた経営戦略と合わせて開示することで、低炭素社会へスムーズな移行と金融市場の安定化を図ることを意図したわけです。

開示を行う対象は企業だけでなく、アセットマネジャーやアセットオーナーも含ま

れます。アセットオーナーやアセットマネジャーの金融市場でのプレゼンスが非常に大きくなっていますから、これら主体への影響を開示することが、気候変動の金融システムへの影響把握に必要だと考えているのでしよう。

TCFD は、気候関連のリスク・機会にどのようなものがあり、それらが企業の財務にどのような影響を与えるかについて整理

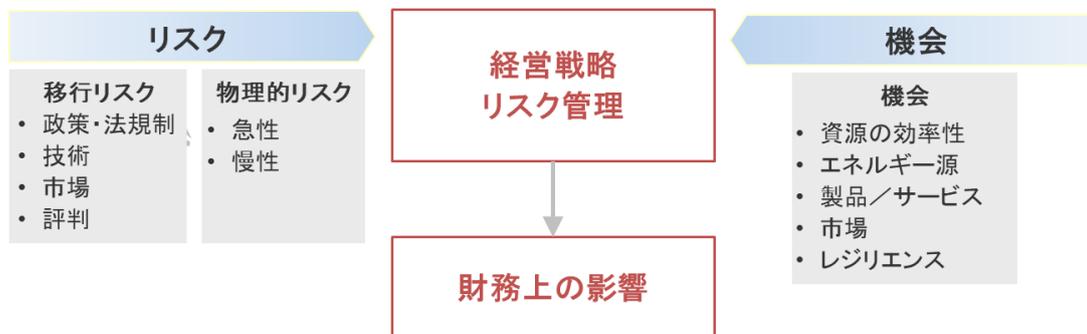
しています（図表 1）。

気候関連のリスクについては、低炭素経済への移行のリスク（例えば、新たな政策や規制への対応のコストがかかったり、市場の変化により既存の商品が売れなくなったりすることが考えられます）、および異常気象などによる物理的影響に関連したリスクに分類しました。一方で気候変動の緩和や適応に関する取り組み（例えば、資源の効率的利用や再生可能エネルギーの開発な

ど）は、企業にとってビジネスチャンスにもなります。TCFD ではそれらを気候関連の機会として分類しました。

次にリスク・機会が企業財務にどのような影響を与えるか検討することになりますが、その時に重要なのは、具体的な気候関連リスク・機会に対し、各企業がどのようにリスクを管理し、どのような経営戦略で臨むかです。やり方次第で財務上の影響も全く異なってくるからです。

（図表 1）リスク・機会と財務への影響



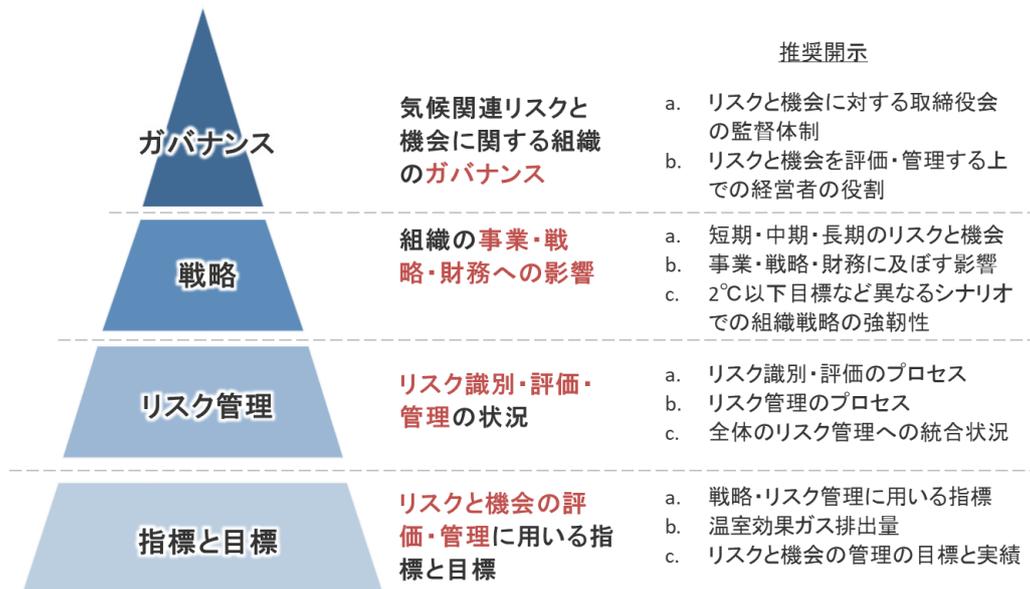
（出所）筆者作成

このように、気候変動の企業財務への影響は、その企業がさらされるリスク・機会と、経営戦略・リスク管理の組み合わせによって左右されると考えられます。TCFD はこれらについて各企業が評価し開示することを促しています。

図表 2 に、TCFD に定められた具体的な開示項目を示します。ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標という 4 つのテーマ、11 の項目について開示が推奨されてい

ます。この中で、「戦略」の b.「事業・戦略・財務に及ぼす影響」では、財務への影響を把握する方法としてシナリオ分析の利用が推奨されています。また、「指標と目標」の b.では「温室効果ガス排出量」等の開示が推奨されています。なお、TCFD による開示を行うかどうかは任意であり、一部の開示項目だけ TCFD に沿った開示を行うことも認められています。

(図表 2) TCFD で推奨される開示内容



(出所) 筆者作成

3. 企業・アセットオーナーの動き

TCFD はもともと G20 の意向を受けて始まったイニシアチブということもあり、各国政策当局も積極的にこれをサポートする動きがあります。日本では、経済産業省が 2018 年 12 月に、「気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFD ガイダンス)」^{注2}を公表したのに続き、2019 年 5 月には同省が中心となって、企業の効果的な情報開示や開示された情報を金融機関等の適切な投資判断に繋げるための取組みについて議論する場として「TCFD コンソーシアム」^{注3}を設立しました。2019 年と 2020 年には、先進的な取組を行っている世界の産業界・金融界のリーダーを集めて「TCFD サミット」を開催しています。

また、環境省は、以前から企業からステークホルダーに対する環境情報開示のガイドラインを策定していましたが、TCFD におけるシナリオ分析に着目し、「気候関連リ

スク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド」^{注4}の公表を行っています。

このような官民の連携した取組みもあり、日本ではここ数年、TCFD に賛同する企業の数が大きく伸びており、2020 年 10 月 20 日現在、311 企業・機関に達しています。これは国別の賛同数でみて世界一位です (図表 3)。

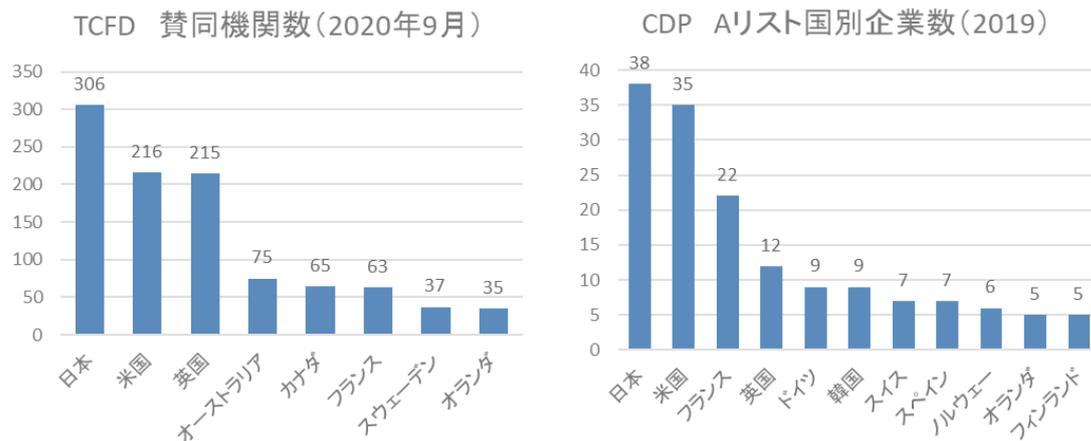
また、TCFD より以前から環境分野の情報開示を推進している NGO である CDP は、環境分野のリスク緩和において積極的かつ有効な活動を行っている企業を A リストとして認定していますが、日本は国別でみて A リスト企業が最も多い国^{注5}になっています。開示という観点から見れば、日本企業の対応は世界的にみて進んでいるといえるでしょう。

この 9 月に菅政権が発足しました。所信表明演説で、首相は 2050 年までに温室効果

ガス排出ネットゼロを達成することを目指すと宣言しました。気候変動財務情報開示の面で先行している日本企業ですが、今後

は技術革新やビジネスモデルの変革という面でも取り組みがさらに加速するするかもしれません。

(図表3) TCFD 賛同数、CDP Aリスト企業数



(出所) TCFD コンソーシアム、CDP より筆者作成

TCFD はアセットマネジャーやアセットオーナーにも開示を推奨しています。世界最大級のアセットオーナーである GPIF(年金管理運用独立行政法人) は、2018 年度分から TCFD の提言に沿った気候関連財務情報開示を開始しています。

GPIF は、ESG 活動報告の中で気候関連財務情報開示を行っています。最新(2019 年度分)の報告では、ポートフォリオ全体での温室効果ガス排出量に加え、新たに気候変動のリスクと機会が企業価値やポートフォリオの価値に与える影響を試算し、CVaR (Climate Value at Risk) として公表しました^{注6}。これは、GPIF の保有する株式・債券(社債)ポートフォリオについて、複数の温暖化シナリオを適用し、その影響を政策リスク、物理リスク・機会、技術的機会に分けて把握し、ポートフォリオの価値にどの程度影響するかを定量化した

ものです。温暖化のリスクと機会がポートフォリオに与える影響を定量的に分析したという意味で野心的な取り組みといえるでしょう。

(図表4)に分析結果の一つを紹介し、温暖化のシナリオとしては、産業革命以来の気温上昇幅として、3°C、2°C、1.5°Cの三つのシナリオを検討しています。1.5°Cシナリオでは2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロとするなど、急速な脱炭素化社会の実現が前提になります。

結果、気温上昇幅の小さいシナリオの方が合計で見た CVaR は大きくなる、つまり脱炭素社会に向かうほど、ポートフォリオの価値は高まるということが分かったのです。ちょっと意外な結果です。

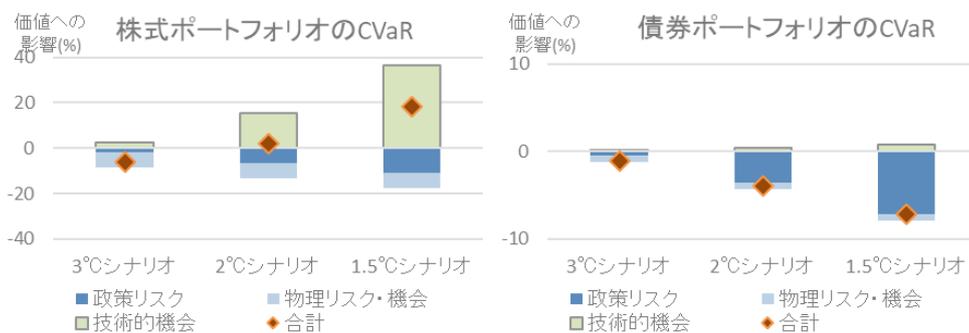
その要因としては、脱炭素社会に向かうほど技術的機会、つまり環境技術活用による企業価値の向上への寄与度が大きく、こ

れが政策リスクや物理的リスク・機会でのマイナス幅を上回っていることがあげられます。図表では示していませんが、技術的機会を資産別に分析すると、国内株式の企業価値向上が外国株式のそれを大きく上回る結果になっています。我が国の環境技術力の高さが脱炭素社会において大いに競争力になるという、希望の持てる結果といえ

ます。

一方債券については、技術的機会による影響はわずかで、ポートフォリオ全体で見ると、気温上昇幅が小さいシナリオほどポートフォリオの価値が低下するという分析結果になりました。債券と株式で結果が異なるのは、業種構成比や企業の保有ウエイトの違いによると説明されています。

(図表4) GPIFポートフォリオのCVaR分析



(出所) 筆者作成

本分析は、温暖化シナリオ別のポートフォリオへのリスク・機会を定量的に分析した試みとして、素晴らしいものです。一方で、CVaRの計算方法については気になるところもあります。技術的機会の評価は、各企業の低炭素技術特許の取得状況の評価と現在の低炭素技術推計収益をもとに計算しています。つまり、企業がこれまでに取得した特許と現在の収益をもとにしているのです。1.5°Cシナリオのような脱炭素社会は、現在の技術の延長上では実現しないことは明白ですが、本分析における技術的機会は既存の技術だけを評価しています。ま

た、既に保有している特許については、現在の株価にかなり反映しているとも考えられ、そうであれば技術的機会の評価はダブルカウントの可能性があります。これらの理由から、本分析は少なくとも技術的機会の評価においては改良の余地が大きいと考えます。

2017年のTCFD最終報告書の公表後わずか3年しかたっていませんが、その間にも企業側の気候関連情報開示は急速に充実しつつあります。またGPIFのような先端的なアセットオーナーも情報開示に取り組み始めています。

4. 気候関連情報開示義務付けの動き

TCFDに沿った気候関連情報開示につい

ては、早くも一部の国で義務付けようとい

う動きがあります。英国ではプレミアム・リスティング（より高いガバナンス基準が求められる企業群です）の企業に対し、TCFDに沿った気候関連情報開示を義務付ける提案がなされています。

多くの企業で気候関連の情報開示が充実し比較可能になることは、投資家としては歓迎できることです。ESG投資のみならず、通常のアクティブ戦略にとっても投資意思決定の精度を上げることが可能になります。資産運用会社がポートフォリオの温室効果ガス排出量などの気候関連情報を開示することも、ファンド選定の参考になるでしょう。特に個人投資家の間でESGに関する興味が高まっており、気候関連の情報開示の充実は資産運用会社のビジネスチャンスとして有望かもしれません。

さらに海外では、年金基金に対しても、ポートフォリオの気候関連情報開示を義務付ける動きがあります。英国では総資産5

億ポンドを超える職域年金基金に対し、TCFDに沿った気候関連情報開示を義務付ける検討が進んでいます。

大規模な公的年金であれば、公共的な性格や金融システムへの影響の大きさから考えて開示が求められるといえるのかもしれませんが。

企業年金のような比較的小規模なアセットオーナーにとって、ポートフォリオの気候変動情報開示はどんなメリットがあるのでしょうか。企業年金のステークホルダーは限定されます。受益者が開示を望むならば必要ということになりますが、実際問題として、企業年金の運用内容に興味がある受益者はほとんどいないのが実情です。開示には相当な労力とコストがかかる現時点では、規模の小さい企業年金が気候関連の情報開示を行うのは、費用対効果の点でメリットはあまり大きいとは言えません。

今回は、ESG投資の視点で見た際、企業価値はどう評価されるか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：TCFD, “Recommendations of the Task Force on Climate related Financial Disclosures final report”, 2017

<https://www.fsb-tcfid.org/publications/final-recommendations-report/>

注2：現在は、TCFDコンソーシアムより同ガイダンスの改訂版（TCFDガイダンス2.0）が発表されています

<https://tcfid-consortium.jp/pdf/news/20073103/TCFD%20Guidance%202.0.pdf>, 2017

注3：TCFDコンソーシアムHP：<https://tcfid-consortium.jp/>

注4：現在は、同ガイドの改訂版（シナリオ分析実践ガイド Ver2.0）が発表されています

http://www.env.go.jp/policy/policy/tcfid/TCFDguide_ver2_0_J.pdf

注5：CDP, 「CDP気候変動レポート2019：日本版」, 2019,

https://6fefcbb86e61af1b2fc4-c70d8ead6ced550b4d987d7c03fcdd1d.ssl.cf3.rackcdn.com/cms/reports/documents/000/004/817/original/Full_Japan_report_2019.pdf?1580720285

注6：GPIF, 「2019年度 ESG活動報告」、<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/2019esg.html>

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④

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

今や企業が社会的な制度であるのは否定できないことです。従って、社会と共生すべき存在として、企業（経営者）がその力を誰・何のために使うのかは、今に生きる我々が向き合うべき重要な課題となります。昨年来機運の高まっている、行き過ぎた株主最優先・利益重視の経営方針の反省に立ち、企業の全ての利害関係者への配慮を目指す動きは、それへの回答と捉え得るものです。

経営者がこの機運に沿った（齟齬する）行動を起こすことを励ます（防ぐ）という目的に向かって、企業年金の資産・運用管理の担当者（以後、「担当者」と「企業行動を律する監視役」のアセットマネジャーが協業する時の重要な手引きが、先月号の最後に言及した「コーポレートガバナンス」と「スチュワードシップ」です。

今月号では、この二つの検討から始め、「ボーグルの改善提案」や「担当者の役目」等にも言及し、本テーマを終えたいと思います。

1. コーポレートガバナンス

公正な経営体制を築くための取り組みである「コーポレートガバナンス」（「企業統治」・「企業統制」）は、経営者や従業員などが遵守することで「問題発生回避」を目的とする社内ルール・仕組みを指す「内部統制」（Internal Control）とは識別されるものです。

後者は「正しく行う」ことに関わるものであり、① 業務の有効性及び効率性、② 財務報告の信頼性、③ 事業活動に関わる法令等の遵守（コンプライアンス）、④ 資産の保全などを目指すものとされます。一方、前者は「正しいこと」に関わるものであり、「何を正しいと考えるか」、つまり「価値観」が影響します。

ただし、「正しく行う」（内部統制）には、「何が正しいか」（コーポレートガバナンス）があやふやだと、「正しくない目的」の達成を合目的的に「正しく行う」と

いう、とんでもないことになるリスクがあります。逆に「正しい」ことを苦勞の末に定義しても、それを「正しく行う」ことができなければ、その「正しい」ことは画餅に帰す可能性大となります。つまり、この2つはワンセットでなければならず、コーポレートガバナンスの目的達成には、内部統制の全目的達成が前提になると言っても過言ではないでしょう。

ところで、余りにも自明と考えたのか、ボーグル^{注1}にはコーポレートガバナンスの定義についての明示的な言及がありません。そこで、先月号で見たボーグルにとっての「正しいことは何か」から推察すると、「企業の全ステークホルダー（利害関係者）^{注2}が正当な利益を得ることが出来るよう経営者を監視・統治するための仕組み」となります^{注3}。

この「定義」は、優れたコーポレートガバナンスは、i) 企業が持続的に成長して企業・株主価値の向上を生むためには必要不可欠であること、そして ii) その価値向上が機関投資家^{注4}の運用リターン向上につながるにより、年金受給者だけではなく社会全体に利益をもたらすという道筋をはっきりと見通すものです。

コーポレートガバナンスそして内部統制は、企業の組織ぐるみの不祥事（不正経理・粉飾決算・違法な証券取引・反ESG規範的行動等々）^{注5}が発覚するたびに、あるいは金融危機に際して企業の脆弱性が露見するたびに、「その機能が働いていない」と繰り返

返し批判されて来ました。そこで、コーポレートガバナンスの向上・強化の取り組み（これは内部統制のそれにも通じます）を、企業の自主性に任せておくだけでは不十分との機運の高まりを背景に、「規制の体制構築」は当然として、それに加えての外部からの「目」として、① 株主としては企業に変革を促す権限を持ち、② 代理人（受託者）としては受益者等の利益に尽くす責務を持つ機関投資家に、コーポレートガバナンスへの積極的関与が求められたのです^{注6}。

そして、その際に力の発揮を期待されるのが、次のテーマ「スチュワードシップ」です。

2. スチュワードシップ

スチュワードシップは、中世英国で荘園領主の地所を管理するために雇われた人を指すとされる「スチュワード」と、名詞に付くことで状態・身分・職などを示す抽象名詞を作る「シップ」から成っています。従ってスチュワードシップは、「スチュワードにふさわしい状態・態度」、「財産管理人としての立場、それに付随する責任」を基本的に意味する語と解釈できます^{注7}。

そうしますと、取締役は株主財産（出資金）や会社財産を用いて会社を営むこと（それらの運営・運用管理）を任されたスチュワードであり、それゆえに株主にスチュワードシップを持つこととなります。また機関投資家も、企業年金等のアセットオーナーからの資金を用いて投資・運用管理をすることを任されたスチュワードであり、アセットオーナーに対しスチュワードシップを持つこととなります^{注8}。

このことから株主たる機関投資家はスチ

ュワードである取締役（会）に対し、企業戦略・資本構造・取締役会構成・業績・企業文化・報酬・コーポレートガバナンスや内部統制体制等々に関する責任をどう果たしているのか、説明を求める権限の行使を要請されることとなります。また、取締役（会）は説明義務を持つのはもちろんのことですが、一方向的な説明に止めるのではなく双方向の意見交換（議論や提案）の場となるように努める責任・義務があります。このことは、機関投資家にとってもまた同様です。

この一連のプロセスが「エンゲージメント」であり、取締役（会）と機関投資家の双方の行動・行為に本質的に及ぶものと考えます。従って、双方が真摯に取り組むことがエンゲージメントの実効性を高め、多くの時間・労力をかける価値・意味を持つものとなります。また、とかく話題になることの多い「議決権行使」は、エンゲージ

メントが行われた結果としてのある特定の日に於ける株主の意志表示です。従って大切なのはそこに至るまでのプロセスであり、それなしでの行使は、一方あるいは双方の怠慢という責任・義務違反であり、本来は避けたいことです。

先月号で紹介した、作り上げられるべき「信託社会」(fiduciary society)では「お守り」(talismán)だとボーグルの言うスチュワードシップの大きな貢献は、機関投資家の投資する企業とその投資資金の出し手としての企業年金等のアセットオーナーの間に位置する機関投資家の役割を明確にしたことだと考えます。企業年金を例にあげれば、機関投資家は投資先企業の直接の株主として、投資先企業と企業年金さらには受益者までをつなぐ役目を持つと示したことです。従前、機関投資家に運用委託している企業年金にとっては、機関投資家の投資先企業との間で切断された状態に置かれたこと(少なくとも形式論ではと云いたいところ)、投資先企業との間でのコーポレートガバナンスの流れが不明瞭という問題がありました。スチュワードシップ

3. ボーグルの改善提案

ボーグルの挙げる「二層代理人社会」の様々な問題事例とそれらへの解決案を拾い、簡単にまとめたのが「表1.」です。各々が「担当者」の参考になると考えますが、ここでは表中①の「短期株価の重視」による「経営者報酬の問題ある決定方式」とも密接に関連する、②の「経営の短期化」を取り上げて検討します。

しばしば経営者の方から、「短期の数字ばかりの話になるので、投資家と会う気が

(・コード)は、投資先企業のコーポレートガバナンス向上が最終受益者の利益に結びつくということを、明確に、いわゆる「インベストメント・チェーン」を一気通貫で「見える化」したのです。

ご参考までに、機関投資家のスチュワードシップ責任・方針・プロセスにおける現在のベストプラクティスとして、機関投資家がスチュワードシップ活動を実践する枠組みになるとICGNが考える、「ICGNグローバル・スチュワードシップ原則」を挙げておきます^{注9}。

- 原則1: 自身の内部ガバナンス整備
- 原則2: スチュワードシップ・ポリシーの策定と実施
- 原則3: 投資先企業のモニタリングと投資候補先企業の不断の評価
- 原則4: 投資先企業へのエンゲージメント実施と他の投資家との協働の準備
- 原則5: 議決権の行使と保護^{注10}
- 原則6: 長期的価値創造の促進とESG要因を投資意思決定とスチュワードシップ活動に統合
- 原則7: 透明性、開示と報告の推進

しなくなる。時間の無駄だ。」という類いの(本音の?)話を伺います。経営者は会社の先々を真剣に考えて経営しているのに、投資家は(このような場合、「株主」とはあまり仰らないようです)ちょっと先のことしか気にしていないとの嘆きです。これは全くの想像になりますが、「どうせ短い期間しか保有してくれないだろう」という思いが、「株主」ではなく「投資家」という表現に表れるのかもしれませんが。

表1. 二層代理人社会の問題点と解決策の提案

課題 / 問題点	原因	提案
① 経営者報酬の問題ある決定方式 ・広がり続ける従業員との許容度を越える較差	他社CEO報酬との比較方式 ・利害相反関係にある「経営者報酬コンサルタント」の関与 短期株価の偏重	企業経営の成果である企業の本質的価値に基づく決定方式 ・対他社平均 ROTC (総資本利益率, Return on Total Capital)
② 経営の短期化 ・企業の本質的価値ではなく短期株価に経営者の関心を向ける (短期株価過大視) ・不十分な企業価値の長期的成長のための投資 (従業員報酬の制限、経験豊かで会社を愛する従業員のレイオフ、研究開発費や設備投資)	経営者 (短期) 業績予想とセルサイド・アナリストの圧力 ・予想未達を避けようとの辻褄合わせ ・不適切な会計処理の温床 経営者に与えられた多額のストックオプション等の株価連動報酬	証券取引委員会等の規制・監督・監視当局による規制の強化 機関投資家による受託者責任 (fiduciary responsibility) に基づく「ガバナンス・アクティビズム」の発揮
③ 議決権行使の不十分な独立性 ・機関投資家が経営者への拮抗力を発揮できていない	機関投資の利益相反 ・二人の異なる主人 (投信の株主/受益者 vs. 投信会社の株主/会社) に仕える	公的要請・確認 ・機関投資家は受託者として受益者の長期的利益のために活動しなければならないこと ・全ての公開会社において独立した株主の存在は公益に合う ・株主の利益のみのため全ての機関投資家は議決権行使義務に責任があること ・取締役選任と適切な数での株主総会議案提出権が株主にあること ・利益相反をもたらすような機関投資家のいかなる所有構造を撤廃すること
④ 経営に対する不徹底な監視 ・取締役会が経営者の顔色を窺っている	経営者から完全に独立した取締役会となっていないこと 選考基準において有能な取締役となる資質についての考慮が不足 (基準の提案は省略)	・経営者から完全に独立した取締役会議長 ・CEO以外の業務執行役員は取締役とはならない (CEOは取締役会での議決権を持たない) ・取締役会議長直属の取締役会のための少人数のスタッフ ・会社の公認会計士からの取締役会 (あるいは監査委員会) への直接の報告 ・独立取締役だけから成る報酬委員会と使命委員会

さて、問題が出るのは、会社の短期の数字・株価を気にする勢力からの圧力が抗い得ないほど強い時です。翌四半期の業績予想が未達になりそうな場合、そのような短期志向(思考?)の投資家からの大量の売りが予想され、かつその「予想の予想」やアナリストによる売り推奨等により、他の多くの投資家も巻き込んでの株価の下落が考えられます。経営者としては、自社株を持ち続けてくれる株主・投資家に「迷惑をおかけする」と心配するわけです。そこで、そのような事態を避けようとした場合に手っ取り早いのは、王道の売り上げを伸ばすことではなく、「コスト」をカットすることです。古今東西、この例の枚挙にいとまはありません。将来のための「種まき」を

せずに、今刈ることができる「果実」を探すのです。刈ることのできる「果実」がないとなると、ひどい場合は「果実」があつたかのように見せるため、会計数字の不適切な操作が行われるかもしれません(注5を再度参照ください)。ボーグルは、このようなことに懸念を示し改善策を提案しているのです。

また、以上の書き方は、経営者が仕方なしに(自発的にではなく)行うという印象を与えるものですが、経営者が加担などではなく、むしろ積極・自発的に主導する例も多々あります。ボーグルは、そのような事態を起こす誘因が経営者の報酬を決める仕組み(株価連動型報酬)に内蔵されていると指摘し、これに代わる新たな方式を提

唱します。

そもそも「株価連動型報酬」の導入は、経営者と株主の利害を一致させることにより経営者の「暴走」を防ぎ、株主重視経営を推進しようとの思いが、唯一ではないにせよ大きな原点だったはずです。しかしながら、経営者報酬の代表例である「ストックオプション」を例にとると、その付与量が増すにつれ判明したことは、受取金額の 確実な現金報酬ではない不確実な報酬との意識が強くなることもあり、既述のように長期的な企業価値破壊の恐れのある手段を講じてでも直近（権利行使まで）の株価を上げることで、ストックオプションの多額な権利行使による利益の獲得を有利・確実にしようとするインセンティブが先ず強く働くという（総所得最大化の行動基準？）、制度設計時の意図である将来の企業の価値を高めるという方向とは裏腹の皮肉な結果です^{注11}。

そこでボーグルは経営者の報酬の決定基準に「総資本利益率」（ROTC, Return on

Total Capital）を採用し、それを同業・競業他社や全社平均と比較することを提唱します^{注12}。

この指標は分母に負債も含む「総資本」を用いることで、経営者がその「元手」を事業に投じてどれくらい稼いだかという投資の効率を明らかにします。この点、分子に負債での稼ぎはカウントしますが、分母である元手には負債を含めないため、レバレッジ効果（資本構成の影響）が働くROEとは大きく異なります。ボーグルにある経営者報酬決定方式の根本的思想は、他社CEOとの報酬額比較や短期の株価などではなく「企業の長期的業績に基づく（on the basis of corporate performance）べき」だということです。企業価値が創造されるのは、企業活動のリターン > コストとなる場合 だけという単純な事実、ROTC は見事に忠実です。リターン＝「利息及び税金控除前利益（EBIT）」、コスト＝加重平均資本コスト（WACC, Weighted Average Cost of Capital）と考えているからです。

4. ストックオプションと自社株買い

一般的に「自社株買い（買戻し）」は、市場の流通株式数が減ることにより一株当たりの利益が増える（市場で購入された株式は、消却・金庫株の如何に関わらず、資本から控除－発行株式数の減少－されるため計算上 EPS は上昇する）として株価の上昇が期待されることから、配当金と並ぶ「株主還元手段」と考えられています。

しかしボーグルは、自社株買いとストッ

クオプションが組み合わせられた時、胡散臭さの生じる余地があるとして次のように注意喚起します。

「経営者は、自らに授与したストックオプションの行使に必然的に伴う利益の希薄を取り繕うために、多額の自社株買いをしばしば企て巧みにまとめ上げて来た。」

i) 既存株主の持ち分価値の希薄化 : ストックオプションの権利が行使された時、先ず権利付与した企業には株式を付与する必要性が生じます。そしてこの株式数の増

加はボーグルの言うとおりに、株主や投資家が重視する一株当たりの利益（EPS）を減少（株式価値の希薄化）させることとなります。

このことは、権利行使は基本的に株式の「時価以下発行」（でなければ誰も行使はしません）と考えれば、理解が進みます。つまり、「払い込まれる行使価格相当金額<時価発行増資調達額」と考えるのです。このことから、既存株主の持ち分価値に希薄が生じることが分かります。行使価格と行使時点株価の差額が大きければ大きいほど、時価発行増資で調達できたであろう金額との差額（マイナス乖離）が大きくなるのはもちろんのことです。

ii) 株式付与対応のコスト： さらに、株式付与への企業の対応の仕方により（一般的に次の3通りが考えられます）、その後の利益・キャッシュフローに与える影響は異なります。

- ① 事前に自社株買いで「金庫株」にして置き、行使時に現金（価格分）と引き換える。
- ② 権利行使とほぼ同時に自社株買いを行う。
- ③ 新株の発行を行う。

最もシンプルな選択肢は③ですが、企業はこれを避け、普通①または②を選択します。なぜなら新株発行では、単純に発行株式数の恒久的な増加によりEPSが低下してしまうこと、市場から増加した株式を吸い

上げて希薄化の相殺手段とされる自社株買い（実際の利益成長を伴わずEPSを計算上高める効果あり）を伴わないこと、の2点からです。

しかし注意しなくてはならないのは、自社株買い（①、②）は決して「タダ」ではなく「副作用」があるということです。新株発行に比べ自社株買いはその対価として、企業活動で獲得したキャッシュをより多く使うこととなります。従ってこのことが、将来のための投資（研究開発・設備や従業員教育等々）に振り向けられるべき資金の削減（コストマネジメント？）→ 短期的なEPS予想目標の達成、あるいは、それを上回る → 株価上昇 → ストックオプションの権利行使利益が高まる、という循環を回す目的で実施されるのであれば大きな問題です。経営者あるいは企業の合理的行動と胸を張って言えるためには、将来のための投資、現在のビジネスのための投資、借入金返済、配当金支払そして自社株買い原資など、様々なキャッシュの使用用途を勘案した上での決定となる必要があります。そうではない場合、自社株買いは企業価値を毀損するリスクが大きいと考えざるを得ないこととなります。

5. 「担当者」の役目

昨今の行き過ぎた株主最優先・利益重視を改め、企業の全ての利害関係者への配慮を目指す方向に経営のかじを切るように経営者を（間接的に）説得・励ますこと、あるいは転換しようと行動を起こす経営者のサポーターになることは「担当者」にとり重要な仕事です。その観点に立つならば、ボーグルの主張は機関投資家（委託先運用

会社）との協議の事前作業を行う時に大いに参考になると考えます。

ただ当然ながらボーグルは「運用者」の視点からの意見であるため、ある意味では「自家運用」を行う「担当者」のような響きがあります。そこで最後に、委託運用を行う「担当者」に求められると考える観点を3つ付け加えます。

1) 経営者：長期の観点から経営したい。投資家：短期でリターンを出したい。

「投資家」（機関投資家、以下「運用者」）が短期の視点で経営者に圧力をかけるのは、短期で成果をあげるように彼らも様々な圧力を受けているから、というのが当たらずといえども遠からずではないでしょうか。そして、その最大の原因をつくるのは「担当者」である、と「自責思考」で考えたいと思います。誤解してならないのは、「担当者」は真剣に受益者のために良い運用成果をあげようと「運用者」を激励しているということです。

ここで問題となるのは、「担当者」の運用評価の対象期間が運用対象・戦略の特性と整合的でない場合です。本稿の文脈では「短期過ぎる」場合です。一般的に「運用者」はこの点にとっても敏感であるため、解約や運用減額を回避するために短期でリターンをあげるのが宿命であるかのように努力することになり、その一つが経営者への「短期成果催促圧力」となって現れると考えるのです。既述のとおり、このことが経営者の総所得最大化の行動と結びつくと結果は最悪で、将来のための「種まき」（研究開発・設備や従業員教育等々への投資）をせず、今刈れる「果実」（短期的なEPS目標）だけを取りに行くというリスクが具現します。「担当者」はその運用対象でのリターン獲得に、どれ位の期間を想定して委託したのかを再度確認し、運用者が不要・有害な行動をしないですむように普段から運用者とのエンゲージメントで意思疎通・統一を心がける必要があります。間違ったメッセージを運用者、そして運用者を介して経営者、に送ることは是非とも避け

たいものです。

2) 株主還元とは？

株主還元と言うと、「配当金」と「自社株買い」を指すことが一般的です。

株主還元の原資を純利益と考えると、純利益＝株主還元＋再投資となりますので、再投資＝純利益－株主還元となり、「今の還元」が大きくなれば、「将来のための再投資」が少なるわけです。従って、今の還元を最大に受け取り株式を売り抜けるような、とても短期的な投資手法を追求するのではなければ、今の果実は程々に（時には辞退）して、再投資を経営者に促すことでより大きな将来の果実を狙う運用の方が、受益者のためには優れた作戦となることもあることは認識しておきたいものです。

また、よく「当面お金を使う予定がないので株主にお金を返す」という類いのコメントに接することがあります。このような時には、経営者が役目を果たしているのか、経営者の交代の必要性や極端な場合は売却（divestment）の可能性を含め、運用者に説明を求めることが必要となります。

3) 「運用者」や他の「担当者」とは意見が異なるのが通常。

委託運用で特に悩ましいのは「合同運用」の場合です。

例えば、声高に短期の「不適切」と思えるほどの株主還元を要求する投資家（株主）に対しては、同じ合同口に参加する「担当者」達は反対意見でまとまりやすいから良いのですが、このような特例を除いては、自らの意見と他の「担当者」の意見が同じと考えるのには無理がありますし、そもそも合同口の運用者は、「担当者」達の意見を参考にすることがあるにせよ、自らのス

チュワードシップ方針（議決権行使も含む）に基づき経営者や取締役会とエンゲージメント活動を行うわけですが、従って「担当者」としては、受益者に対する自らのスチュワードシップを果たすために、運用者のエンゲージメント活動方針とのすり合わせを行っておくことと、自らの方針と異なる行動を運用者が取る・取った場合には、運用者

からの正式な説明（書）を求め、同意はしないまでも理由の把握には努めることが最低限必要です。ここでも、解約という「権利行使」はやむを得ない時のための最終手段です。

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。

注1：本稿は、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」と言うことにします。

注2：社会全体＝公共、株主・受益者等、顧客、取引先、従業員、地域社会等々です。

注3：ちなみに、ICGN (International Corporate Governance Network) 「グローバル・ガバナンス原則」は、取締役会に重きを置いて主語にして、「いかに、取締役会が、株主以外のステークホルダー（利害関係者）にも配慮しつつ、企業の成功を導き、投資家にとっての持続的な価値創出を可能にするのか」だと論じます。

注4：本稿では「機関投資家」を資産運用者（アセットマネジャー）の意味で使います。

注5：ボーグルには最も悪名高い例としてGeneral Electric とRoyal Bank of Scotlandの例が挙がっていますが、ボーグルはこの現象は世界的なものとして、日本・ポルトガル・カナダ・イタリア・オーストラリアの例も挙げています。この点については、「止まらぬ不正会計を危惧する」日本経済新聞 2020年7月24日、「国内会計不正5年で3倍 粉飾や資産流用、統治実効性に課題」日本経済新聞 2020年8月10日 も参照ください。

注6：なお少し余談になりますが、日米のコーポレートガバナンスの論点の基本的な違いに、米国では先ず「不正を起こさせないために会社機構はどうあるべきか」なのに対し、日本では先ず「資本効率を高めて企業の国際競争力を高くするためにどうするか」に優先順位があると感じることを、後々の議論の参考に頭の片隅に留めておいていただければと思います。

注7：この責任には財産を管理することに加え、財産を運用で増やすことやそれに関する説明等も含まれると考えます。

注8：企業年金制度の場合、その制度の運営主体は、さらに自制度の受益者にスチュワードシップを持つことになります。

注9：「ICGN グローバル・スチュワードシップ原則」（2020）の略述です。なお、ICGNは「機関投資家」を資産運用者（アセットマネジャー）と資産保有者（アセットオーナー）の双方を指す意味として使っています。

注10：上記「原則」の2016版からの主要な変更点の一つです。これは米国で「花盛り」とも言われる「議決権種類株式」（議決権が同等ではない株式）発行制度の採用を安易に容認すべきではないというものです。なぜなら機関投資家の議決権を毀損する効果をもつことになるからです。そして少数株主の権利が守られるように政策立案者と協議すべきだと提案します。これは「1株1議決権原則」という従来の常識へのチャレンジとなるわけですが、本当の問題は「議決権割合と投資割合の不均衡」をどう考えるかです。

ボーグルは、投資先企業が企業価値の長期的成長を生み出すために投資家が資するように、完全な議決権を得るためには最低でも2年以上保有する投資家に与え、1年未満の保有者（先月号で言及した「店子、renters」）には議決権を与えないことを考えるべきではないかと提案しています。

注11：ストックオプションでは理屈上、利益の下限は権利行使利益 = 0、上は「青天井」となります。このような性格が株価と付与行使価格の関係次第では強く意識され、ハイリスク・ハイリターン型の経営・事業戦略の遂行となる可能性は否定できません。

注12：ROTC = 「利息及び税金控除前利益(EBIT)」 / 「総資本 = 短・長期有利子負債 + 株主資本」となり、買掛金、未払い費用やその他固定負債は除かれます。

<コラム>アドリブ経済時評

もはや必須科目になってきた SDG s

先月この欄で、ウルグアイの元大統領ホセ・ムヒカ氏が 2012 年のリオでの「国連持続可能な開発会議」でおこなった、歴史に残る演説のことを書いた。環境問題は事の本質ではなく、「人々の行き過ぎた、あくなき消費」こそが問題なのであり、築いてきた文明のあり方、我々の生き方が問われていると喝破したのである。

その「各論」ともいうべきものが、2015 年 9 月の国連サミットで採択された SDG s (Sustainable Development Goals 持続可能な開発目標) である。

SDGs は、国連加盟 193 国が 2016 年から 2030 年までの 15 年間で達成するために掲げた 17 の大きな目標と、それらを達成するための具体的な 169 のゴールで構成されている。地球上の 77 億人の「だれひとり取り残さない」ということでスタートしている。

先日、小学 4 年生の孫が、「子供の SDG s」という本を持ってとても嬉しかったが、実は、筆者は 2009 年以来毎年春に、大学の授業で 1 年生全員に、この Sustainability (持続可能性) ということをキーワードにした講義をしていた。そもそも、人口増加により地球が行き詰まると言い出したのは 1972 年 (人口 39 億人)、ローマクラブが「成長の限界」という本を出したのが最初だった。温暖化が年々酷くなっていき、猛烈な台風がくるようになって、2030 年になればカツオより大きな魚は乱獲と気温変化で激減し、食べられなくなる、というような話もした。Sustainability などという言葉はほとんど知られていなく、香港から留学している学生だけが知っていたことがショックだった。

さて、2015 年のパリ協定 (国連が温室効果ガス排出削減等のための新たな国際枠組を策定した) 合意後の 2016 年にロックフェラー家基金がエクソンモービルの株式を全て売却してニュースになった。石油により巨万の富を得たロックフェラー家が、自分たちの作ったエクソンモービルの株式を売却したことには、パリ協定が影響を与えたことは間違いない。

各論といいながら大きな話を書いてしまったが、これは 17 項目の目標の第 7 番目、「エネルギーをみんなに、そしてクリーンに」に当たり、世界で電力を使えない人は 8 億 4 千万人もいることも出てくる。

さらに、この 10 月末、中国が 2035 年をめどにガソリン車を廃止すると発表した。この流れは 2016 年のノルウェーから始まり、スウェーデン、オランダ、ドイツ、英国、フランス、スペイン、イスラエル、インドなども同様の発表をしている。日本はまだであるが。

世の中は確実に sustainable(持続可能)な方向に舵が切られてきた。知らないリスクである。

“SDG s Club” というユニセフの美しい WEB がある。コロナ禍で読むことをお勧めしたい。
(<https://www.unicef.or.jp/kodomo/sdgs/>)

2020 年 11 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。