

企業財務と年金積立政策

適格退職年金や厚生年金基金には、節税効果（掛金は損金算入、年金資産運用益は原則非課税）があるので、企業は通常、できるだけ積立を充実させようとするはずである。しかし、負債調達をしてまで積立を進めると、倒産コストが上昇するため、現実にどれだけ積み立てるかは、企業の信用力に大きく左右されるのである。

まず、適格退職年金や厚生年金基金で得られる節税効果を理解するため、「1年後に退職金Bを支払う企業」を例に挙げ、社内引当と外部積立（年金ファンド）の違いが、企業の1年後のキャッシュフローに及ぼす影響を見てみよう。

（前提）

- ・掛金は損金算入できる。その掛金の一部は負債で新規調達され、1年後に返済される。
- ・年金ファンドでは、すべて1年割引国債（利回り r_f ）で運用し、その運用収益は非課税である。
- ・年金ファンドに対する特別法人税はない。また、社内引当では、損金算入できない。
- ・リスク・フリー・レート（1年割引国債利回り） r_f
- ・企業の負債調達レート（1年物） $r_b (>r_f)$
- ・税率 t
- ・現在の退職給付債務（PBO） $B/(1+r_f)$

社内引当の場合、企業の1年後のキャッシュフローは、退職金額Bと、その退職金支払を損金算入できることによる節税額 tB の和である。

$$\begin{aligned}
 & tB - B \\
 & = (t-1)B \quad \dots\dots\dots ①
 \end{aligned}$$

一方、外部積立の場合、現在の退職給付債務額の $B/(1+r_f)$ を年金ファンドへ拠出すると、1年後の資産はBとなり、それを退職金支払に充てることができる。掛金の損金算入を考慮すると、 $(1-t)B/(1+r_f)$ を負債として新規調達し、拠出すればよい。すると、企業の1年後のキャッシュフローは、負債元本 $(1-t)B/(1+r_f)$ 及び利息 $r_b(1-t)B/(1+r_f)$ の支払と、その利息支払を損金算入できることによる節税額 $tr_b(1-t)B/(1+r_f)$ の和である。

$$\begin{aligned}
 & tr_b(1-t)B/(1+r_f) - (1-t)B/(1+r_f) - r_b(1-t)B/(1+r_f) \\
 & = (t-1)B\{1+(1-t)r_b\}/(1+r_f) \quad \dots\dots\dots ②
 \end{aligned}$$

したがって、外部積立による節税効果は、「外部積立②－社内引当①」となるが、この値がプラス（②－①>0）の場合を求めると、以下の条件を満たす時である。

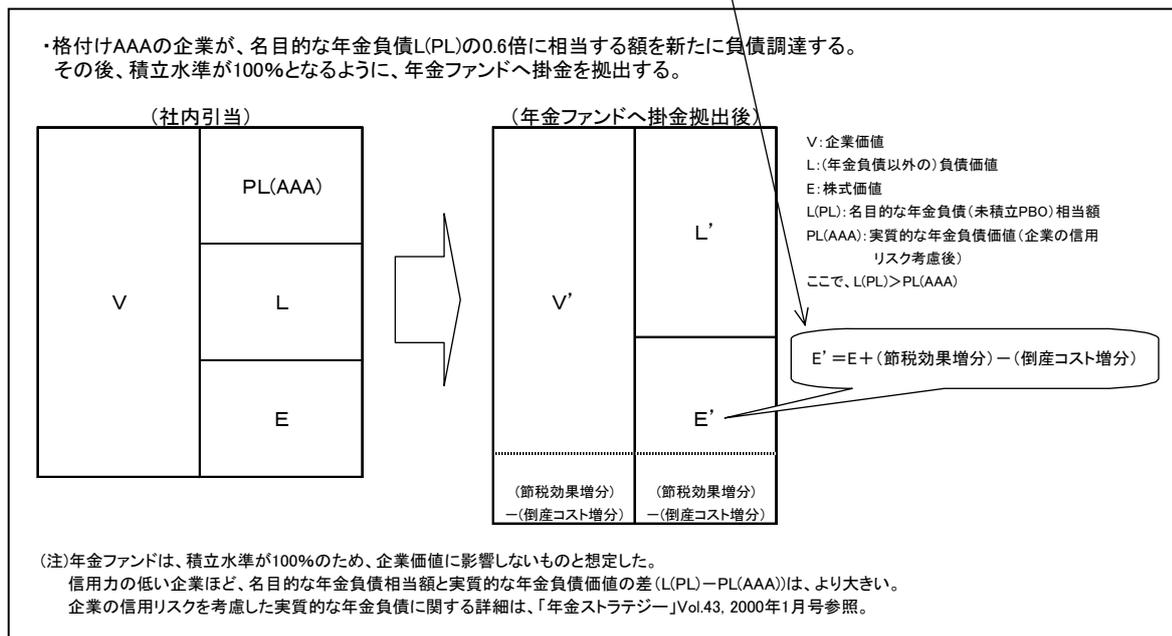
$$r_f > (1-t)r_b \quad \dots\dots\dots ③$$

仮に、割引国債の利回り r_f が 0.5% で、税率が 40% の場合、③式は「 $r_b < 0.833\%$ 」となる。つまり、この例では、企業の負債調達レートが約 0.8% 未満の時に限って節税効果を享受でき、それは負債調達レートが低い（信用力が高い）ほど、より大きいのである。

このように、年金積立による節税効果に着目すると、どの企業も、負債調達しても、年金ファンドへ積極的に掛金拠出するはずである。ところが、わが国の適格退職年金や厚生年金基金の積立水準から見る限り、そのような年金積立政策を実行している企業が、それほど多くないようなのは、なぜだろうか。

これは、「労使合意により給付引き下げも可能な『制約の緩い』年金負債（未積立 PBO）」を、「毎期の利払負担等がある、法的に確定した『制約の厳しい』社債・借入金」に代える結果、倒産コスト（株主や債権者が要求する、信用リスクに見合ったリターン等）が増加することも考慮する必要があるのである。つまり、負債調達した資金を、年金ファンドに掛金拠出して節税効果が得られても、企業（株主）の観点からは、「節税効果増分 > 倒産コスト増分」を満たす場合に限り、拠出するのが合理的なのである（図 1）。

図 1 節税効果増分及び倒産コスト増分の企業価値（時価）への影響



さらに、ここで重要なのは、信用力の低い企業ほど、節税効果に比べて倒産コストの増分が大きくなる点である。そこで、信用力の高い企業と比べて、掛金の拠出スケジュールを遅く（積立水準を低く）した方が、株主には有利になる。

以上の通り、年金積立政策は、節税効果と倒産コスト（企業の信用力）のバランスをよく考えた上で決定する必要があることを理解しておくべきだろう。