

(リスク管理)：企業の資本構成と企業年金 (2)

年金リスクを反映した資本構成モデルを用いて算出した最適資本構成と比較して、実際の企業の資本構成がどのようになっており、また、どうあるべきかを考察する。

前回の「企業の資本構成と企業年金(1)」では、理論的な観点から年金基金の財政状態が母体企業の資本構成に及ぼす影響について解説した。今回は、年金リスクを反映した企業の資本構成モデル(詳細は、川上高志、木島正明、湯前祥二 (2006)「年金リスクを内包した企業の最適資本構成」首都大学東京 Research Paper Series No18 をご参照頂きたい。)に基づく理論上の最適資本構成と実際の企業の資本構成との比較を試みる。

このモデルには、金融工学の分野でしばしば用いられる、条件付請求権アプローチを適用している。つまり、母体企業と年金資産の資産価値を原資産とみなし、バランスシートの負債側をその派生証券として評価することで資本構成を求める。同時に、株式価値を最大化するという観点から、負債利用による税効果利益と倒産コストの均衡で最適資本構成が決定されるというトレードオフ理論を基礎としている。

図表1には、5つのサンプル企業の資本構成データを示した。これによると、医薬品Bを除いて、年金の積立率が50~80%程度と、積立不足であることがわかる。財務レバレッジ(負債/総資産)は、建設Aや鉄鋼C、電機Dが60%以上と比較的高いのに対し、医薬品Bは20%強とかなり低い水準にある。

図表1： 実際の資本構成データ

	建設A	医薬品 B	鉄鋼 C	電機 D	電機 E
自己資本	25.6	77.2	33.1	35.4	57.5
事業負債	74.4	22.8	66.9	64.6	42.5
年金資産	4.4	9.6	12.2	13.5	20.2
年金負債	8.3	9.1	15.9	22.3	24.8
財務レバレッジ(%)	74.4	22.8	66.9	64.6	42.5
積立率(%)	52.8	106.1	75.7	60.7	83.5

(注) 数値は2005年度の有価証券報告書に記載されているデータに基づいている。

自己資本等は、企業の資産価値を100として基準化した場合の値である。

次に、5つのサンプル企業の資本構成に関して、モデルが導く理論的な資本構成と比較してみよう。ただし、実際の資本構成と理論上の資本構成を比較する場合、資本構成モデルがリスク中立という仮想的な世界で成り立っていることに留意する必要がある。ここでの主な設定条件は、次の通りである。

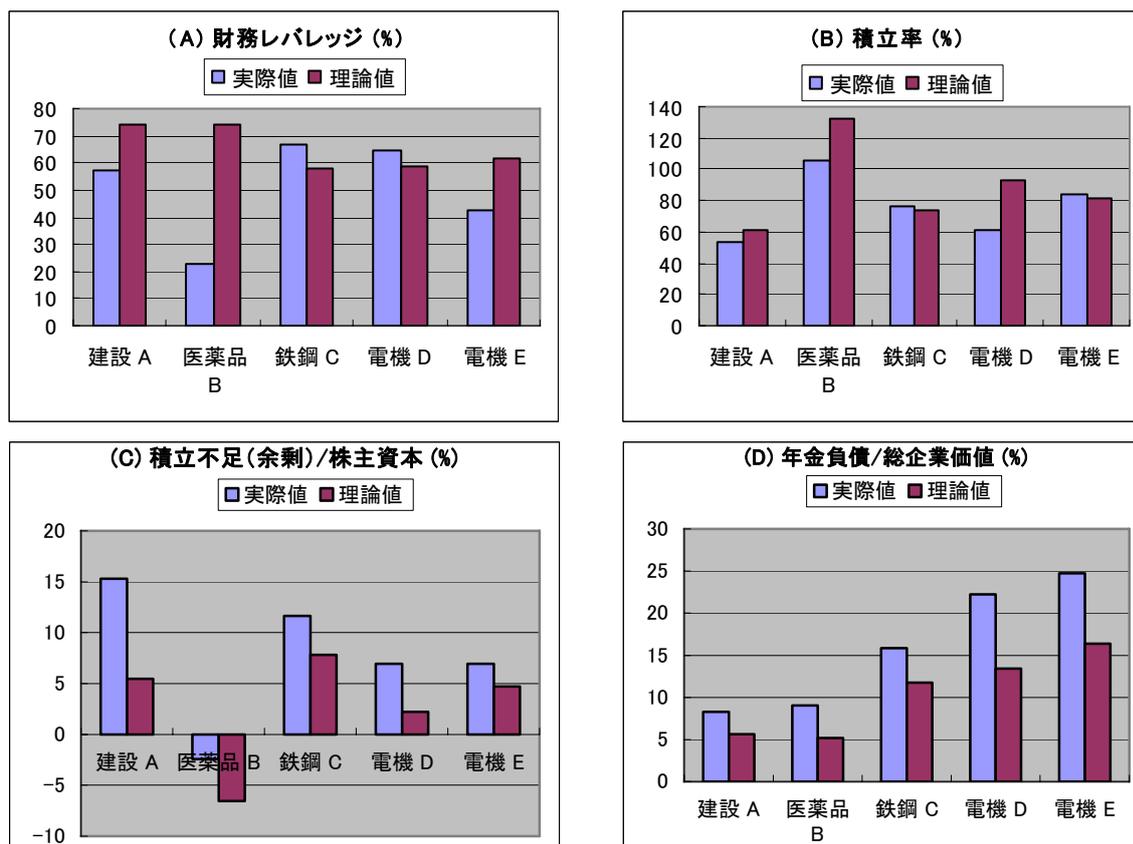
- ・ 退職給付債務の評価における割引率は、リスクフリーレート(定数で3%)に等しい。
- ・ 年金資産は株式インデックス(リスク資産)と債券(無リスク資産)に各50%投資する。
- ・ 企業資産のボラティリティは、株価のボラティリティで代用する。株式インデックスと個別企業の株価のボラティリティ、及び、両者の相関係数の推定は、2005年4月~2006年3月末までの日次データを利用した。
- ・ 年金への拠出額を退職給付費用と同額とした。

図表2は、実際の資本構成と理論上の最適資本構成における(A) 財務レバレッジ、(B) 積立率、(C) 株主資本に対する積立不足(余剰)額の比率、(D) 総企業価値(事業資産価値+税効果利益-倒産コスト)に対する年金負債の比率を表している。

図表2によると、建設A、医薬品B、電機Eの実際の財務レバレッジは理論値よりもかなり低水準であり、最適な資本構成の実現には負債比率を引き上げた方がよいであろう。年金の積立状況に目を向けると、積立不足(積立率は約60%)となっている電機Dは、外部から資金を借入れ、年金資産に充当する手段を講じるなどして、積立率を80%程度にまで高めるべきといえる。外部負債の利用による節税効果によって、企業価値を高めることも可能であろう。

積立不足は退職給付引当金として母体企業に計上され、株主資本の価値を毀損する可能性がある。積立不足(余剰)/株主資本の比率を見ると、積立余剰の武田薬品を除き、年金の積立不足の割合がかなり高いようである。また、総企業価値に対する年金負債価値の比率をみると、5つの企業とも過大な年金債務を抱えていることがわかる。

図表2： 実際値と理論値の比較



(注) マイナスは積立余剰のケース。

理論上のモデルに基づく数値例では、ここで取り上げた5企業は、総企業価値や株主資本価値に対して過大な年金債務を抱えている。そこで、企業価値を高める財務戦略として、母体企業の財務レバレッジの水準を適正に維持しつつ、外部負債の調達により獲得した資金を年金資産に充て、適切な積立水準を達成することが重要な課題といえよう。 (川上 高志)