

(年金運用)：企業価値評価から考える年金運用の在り方 ～あらためて基本に立ち返って考える～

昨今、確定給付型企業年金を維持・運営するための母体企業の負担の増大が懸念されている。こうした中、確定給付型企業年金の本来の導入意義を見直し、制度の持続可能性を高める上でも、キャッシュフロー・マッチングという基本に立ち返って、年金運用を再考する必要がある。

わが国の確定給付型企業年金は、退職一時金制度を年金払いに換えたものとして導入された。こうした経緯から、賃金の後払い、功労報償、老後の所得保障といった性格付けがなされることが多い。このうち老後の所得保障への関心が近年高まっている。公的年金の減額や支給開始年齢の引き上げが予定されるなか、老後生活を支える貴重な財源となり得るためである。しかし企業年金はあくまでも私的年金であり、企業の任意により制定されることを踏まえると、企業年金は公的年金を補完するためというよりは、優秀人材の獲得やモチベーション向上のための人事労務戦略の一環であって、企業価値や株主価値を高める目的で導入されるものと解釈される。

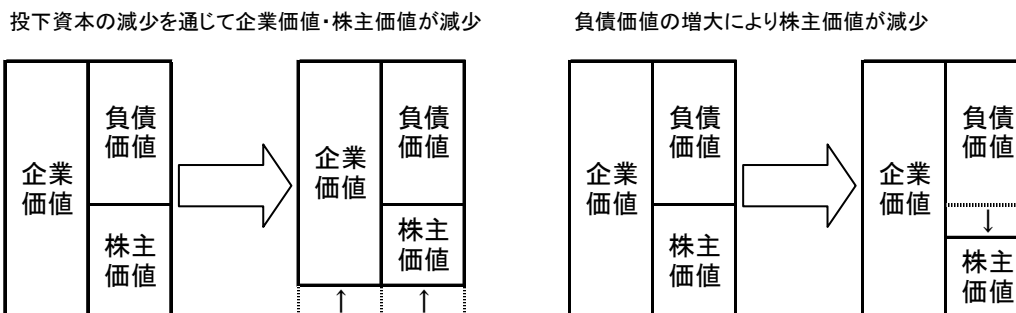
その意味では、企業年金についても費用対効果の観点から導入効果を測定すべきであろう。確定給付型企業年金制度を維持・存続するために母体企業が負担する実質的な費用が高むとしても、企業年金の導入効果がそれを上回るのであれば、さして問題とはならない筈だからだ。しかし現実には、企業年金を導入することのメリットを定量的に評価することは難しい。このため、運営コストに焦点を絞って導入効果を評価せざるを得ないという事情がある。以下では、企業年金を導入することによるコストが企業価値や株主価値に与える影響を概観し、こうしたマイナスの影響を抑制するための方法について確認する。

企業価値は事業活動によって得られる将来のキャッシュフローの現在価値として評価される。そして、企業価値から負債価値を差し引いた額として株主価値が計算される。ところが確定給付型企業年金は外部積立が義務付けられており、母体企業が拠出する掛金やその積立金、更には年金負債はもはや母体企業のものではない。このため原則として、年金資産や年金負債を企業価値の評価に反映する必要はない。このことは、将来の給付のために現時点で積み立ておくべき額以上に年金資産が積み上がっていたとしても、その余剰額が母体企業に返還されることがないことから、理解できるであろう。

しかし、将来の給付に見合う額以上の年金資産を確保できていない場合は、企業価値評価の対象から外すことはできない。母体企業はプランスポンサーとして受給権を保護する責任が課されており、積立不足が生じる場合にはそれを穴埋めし、年金財政を立て直す義務を負っている。このため積立不足となる場合には、母体企業の企業価値や株主価値の評価に、母体企業の追加的な負担、つまり運営コストを反映させる必要があるのだ。

母体企業に生じる追加的な負担を企業価値や株主価値の評価に反映する方法として、まず考えられるのが、事業活動への投下資本を減らす方法である。もともと想定していた事業活動への

図表1: 確定給付型企業年金の追加的な運営コストが企業年金価値に及ぼす影響



投下資本の一部が、企業年金の財政状況の改善に充てられると考えるのである。投下資本が減少すれば、そこから生み出される将来のキャッシュフローも減少し、当然の帰結としてその現在価値である企業価値も減少する。このとき、負債価値が変わらなければ、企業価値から負債価値を差し引いた株主価値も、企業価値と同じ額だけ減少することになる。(図表1左)

もう一つの反映方法は、年金財政上の積立不足を、外部の積立機関あるいは制度の加入者や受給者に対する母体企業の借金と見做す方法である。企業年金の運営に係わる追加的な負債の発生により、母体企業のトータルの負債価値は増加する。企業価値に変化が生じないと仮定すれば、負債価値が増加する結果として株主価値は減少することになる。(図表1右)

いずれの方法に従うにしても、実際に不足が発生しているかどうかだけでなく、将来不足が発生する可能性がどのくらいあるかによって、企業価値や負債価値、ひいては株主価値が評価されることになる。つまり、保有する国内債券の年限構成が極端に短い、あるいは、国内債券よりもリスクの大きな資産のウェイトが極端に高いなど、年金負債に対する運用リスクが大きく、従って将来的に積立不足が生じる可能性が高いほど、企業価値や株主価値の評価は下がることになる。企業価値や株主価値の向上を目指すのであれば、こうした点に配慮しながら年金運用を考える必要があると言える。

ではどのようにすれば、企業価値や株主価値に及ぼすマイナスの影響を抑えることができるだろうか。企業価値評価においては資産や負債は時価評価が一般的だが、将来の各時点において給付と同額の収入が得られるようなキャッシュフロー・マッチングを実践すれば、理論的には負のインパクトを抑制できる。市場金利の変動により年金負債が増減したとしても、年金資産も同じように増減するため、新たな積立不足は発生しない。このため、企業年金を運営することによる追加的なコストを極小化でき、企業価値の毀損を抑えられるのである。

もっとも、将来の各時点における給付額を完全に予測することはできない等の実務面を考慮すれば、年金資産の全額をキャッシュフロー・マッチングに従った運用とすることが最適な運用とは限らない。しかしながら、キャッシュフロー・マッチングは年金運用の原点を提供するものと考えられる。運営コストの増大という負の側面が懸念され、年金運用の在り方が問われるなか、確定給付型企業年金の持つ本来のメリットを見直し、制度運営の持続性を高めるためにも、基本に立ち返って年金運用を再考する必要があるのではないだろうか。

⇒基礎研レポート『債務指向運用への段階的な移行』をご参照ください。

(梅内 俊樹)