

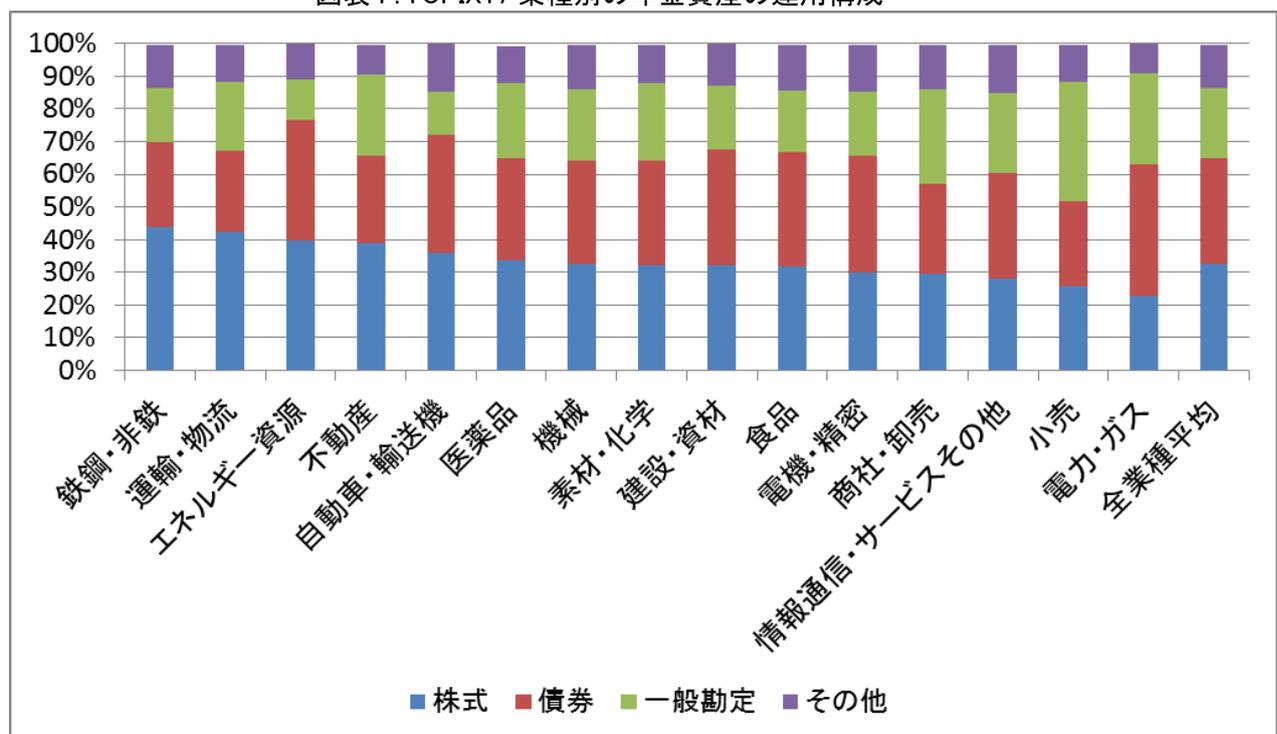
(年金運用)：母体企業の財務健全性と年金資産運用

新しい退職給付会計基準のもと開示された年金資産の内訳情報によると、業種間の違いだけでなく、母体企業の財務健全性と年金資産運用におけるリスクの取り方との間にも、一定の関連性が確認された。

A I J 投資顧問による年金資産消失事件でも明らかになったように、年金資産運用に関する情報開示の問題は、制度加入者や受給者のみならず、株主や債権者等、母体企業のステークホルダーの観点からも重要なテーマである。こうしたなか、2012年5月に企業会計基準委員会から公表された「退職給付に関する会計基準」（以下、新会計基準）のもと、年金資産の主な内訳（債券、株式等の区分）が開示されることになった。新会計基準は2013年4月1日以後開始する事業年度の年度末に係る財務諸表からの適用開始となるため、3月決算企業に関しては、2014年3月期決算に係る有価証券報告書において、年金資産の内訳が注記情報として開示されている。

図表1は、2014年3月末の東証一部上場の3月末決算企業（金融・保険を除く）における年金資産の運用構成について、全業種・業種別（TOPIX17分類）の平均値を示している。これによれば、運用資産全体に占める株式の比率は全業種平均で33%である。ただし、鉄鋼・非鉄（44%）、運輸・物流（42%）など、株式投資比率が4割を超える業種がある一方で、電力・ガス（23%）、小売（26%）など、その比率が低い業種も見受けられる。このことから、年金資産運用におけるリスクの取り方には、業種間で一定の差異があるといえる。

図表1：TOPIX17業種別の年金資産の運用構成

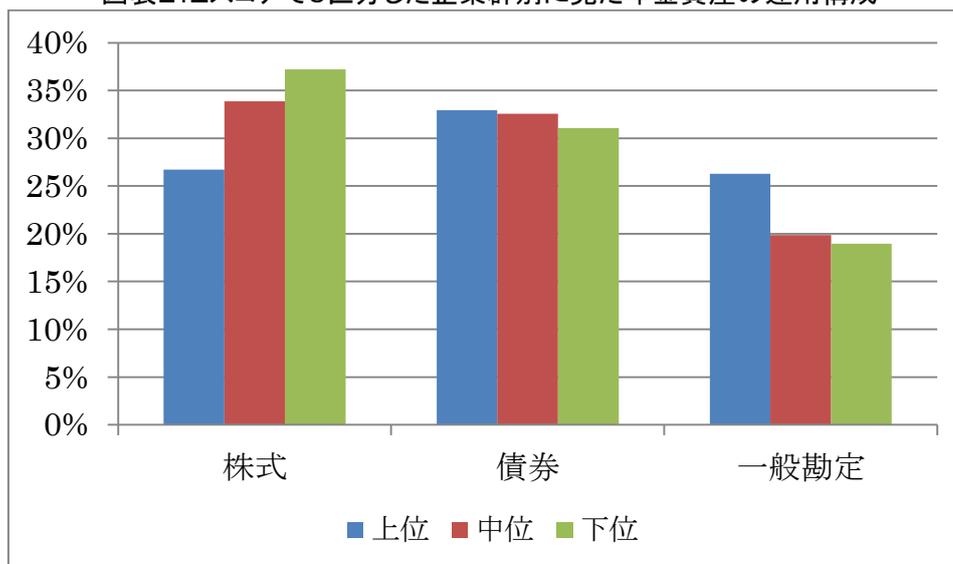


(資料) Quick データより筆者作成

ところで、財務健全性など母体企業の財務特性は、年金資産運用と何らかの関係があるのだろうか。例えば、Rauh (2009)は、米国企業を対象とした研究を行った結果、年金制度の積立状態が芳しくなく、母体企業の格付けが低いほど、年金資産運用においては、現金や債券といったよりリスクの低い投資を行っており、逆に、健全な積立状態にあり、格付けも高い企業ほど、株式の運用比率が高いという分析結果を報告しているⁱ。つまり、海外の研究を見る限り、母体企業の財務健全性と年金資産の運用構成との間には何らかの関連性がある可能性がある。そこで、本稿では、母体企業の財務健全性の総合的な指標としてアルトマンのZスコアⁱⁱ（高いほど財務健全性が高い）を用いて、わが国上場企業の年金資産運用と母体企業の財務健全性との関係について、若干の考察を加えてみたい。

図表2は、先ほどのサンプル企業をZスコアで3区分した上で、それぞれのグループの年金資産の運用構成を示している。これによれば、株式投資比率に関しては、Zスコアが最も高いグループ（上位）が最も低く（27%）、Zスコアが最も低いグループ（下位）が最も高い（37%）。逆に、債券投資や一般勘定に関しては、Zスコアが高いグループになればなるほど、運用資産全体に占めるそれらの比率が高くなっていることが見て取れる。

図表2: Zスコアで3区分した企業群別に見た年金資産の運用構成



(資料) Quick データより筆者作成

このことから、財務健全性が低い（Zスコアが低い）企業において、年金資産運用においては平均的にリスクの高い投資を行っている可能性が示唆される。これは、欧米の既存研究とは正反対の結果であり興味深い。もちろん、本稿では母体企業の財務特性と年金資産運用との因果関係まで検討したわけではなく、この点は引き続き追加的な分析が必要である。

(東京経済大学 経営学部 柳瀬 典由)

ⁱ Rauh, Joshua D. (2009), “Risk shifting versus risk management: Investment policy in corporate pension plans,” *Review of Financial Studies* 22 (7), 2687-2733. を参照。

ⁱⁱ Altman のZスコアとは、複数の財務比率を用いて企業の債務不履行の可能性を統計的に判別分析する手法であり、その数値が高いほど財務健全性が高いと判断される。スコアの計算方法としては、 $Z = 1.2$ (運転資本/総資産) + 1.4 (留保利益/総資産) + 3.3 (EBIT/総資産) + 0.6 (自己資本市場価値/負債簿価) + 0.999 (売上高/総資産) によって計算される。