

退職給付の積立不足と株価

退職給付に関する新会計基準の導入を間近に控え、一部の企業は、退職給付債務の試算結果などを積極的に開示し始めた。株価への影響が注目されるが、FAS87（米国の年金会計基準）をすでに適用しているわが国企業 24 社では、退職給付債務（PBO）と積立資産との差額である「未積立 PBO」が大きい企業ほど、株価が下落する傾向にある。

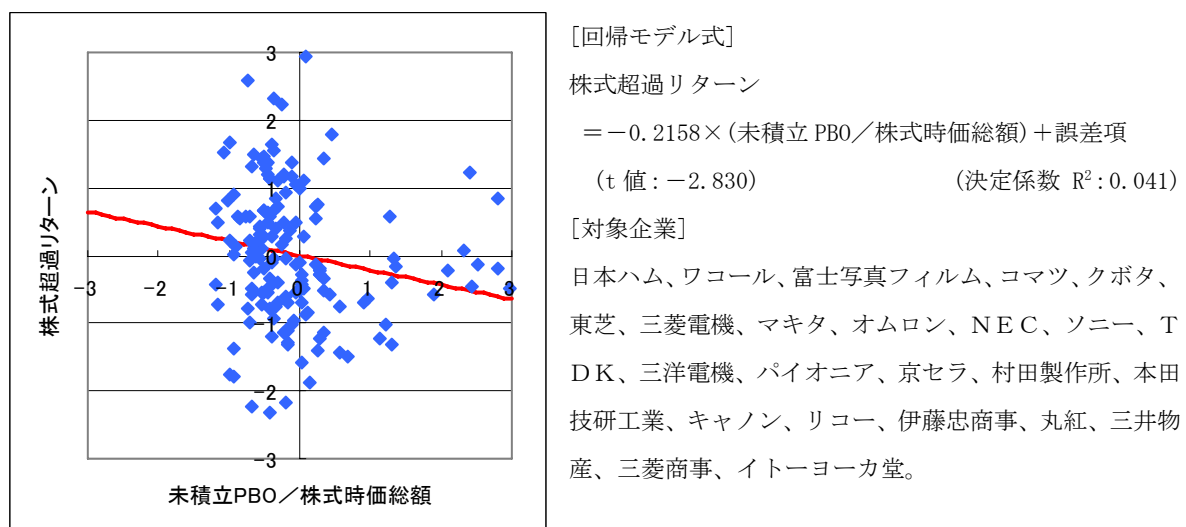
わが国の企業は、退職給付に関する新会計基準にもとづき、2001 年 3 月期決算から一時金、年金を問わず、退職給付の積立状況を開示することになっている。この新会計基準と株価との関係については、①新会計基準導入前後で、株価がどう変化するか、②導入後では、退職給付に関する諸数値が株価にどのような影響を及ぼすか、の 2 点が関心事になろう。

一部の企業は、新会計基準にもとづく退職給付債務の試算結果やその償却計画を積極的に開示し始めている。しかし、未だ開示していない企業が大半を占める状況下で、「退職給付の積立不足」が株価にすでに織り込まれていると考えるのは楽観的すぎるだろう。

もちろん、新会計基準が導入されていないため、①の点については直接検証できない。しかし、②の点、すなわち「導入後、退職給付の積立状況が株価に及ぼす影響」については、データ数が十分でないものの、FAS87 適用企業の分析によって類推できるだろう。

まず、1990～97 年度の期間において、24 社の株式リターンと未積立 PBO（＝PBO－積立資産）の関係を分析してみた（図 1）。

図 1 株式超過リターンと（未積立 PBO／株式時価総額）の関係

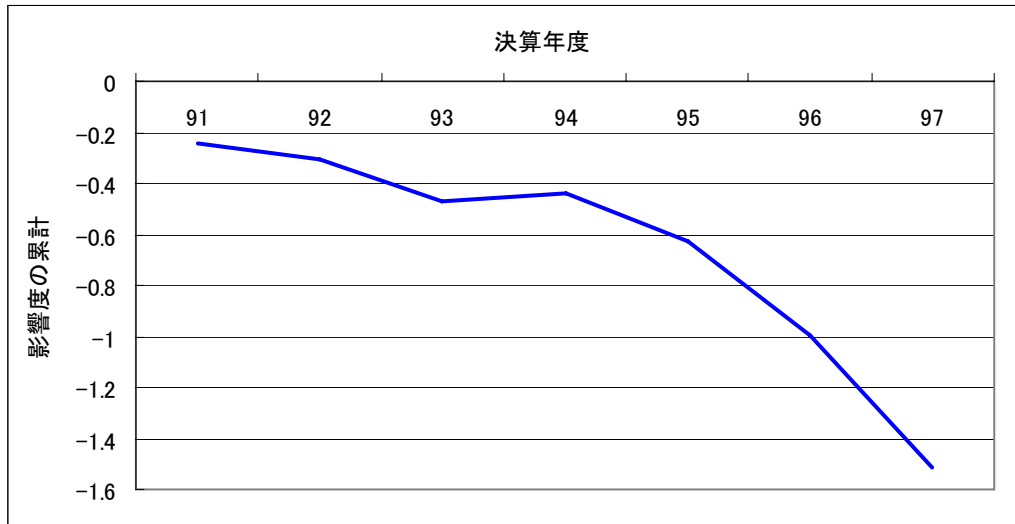


(注)データ数 166 (変則決算期を除く)。株式超過リターンは、有価証券報告書提出期限（例えば、3 月期決算の場合、6 月末）時点の直近 1 年トータル・リターンを計算し、24 社の時価加重トータル・リターンを控除した。なお、各決算期データは「(生データー当該決算期の平均値) / 当該決算期の標準偏差」により、平均 0、標準偏差 1 に基準化している。

右下がりの直線は、両者の関係を大まかに表している。すなわち、未積立 PBO の株式時価総額に対する比率が大きいほど、株式超過リターンが悪化（株価が相対的に下落）する傾向にあることが分かる。

それでは、次に、24 社の同じ期間において、未積立 PBO が株式リターンに及ぼした影響度を各決算期データごとに計算して、その時系列推移を見てみよう（図 2）。

図 2 （未積立 PBO／株式時価総額）の株式超過リターンに対する影響度の推移



(注)各決算期データごとに、「株式超過リターン」と「未積立 PBO／株式時価総額」の関係を分析し、得られた回帰係数（いわゆる、ファクター・リターン）を、91 年度から順次累計した結果を示している。

その結果、ほとんどの決算年度で影響度がマイナス（直線が右下がり）、すなわち先の分析と同様、未積立 PBO の株式時価総額に対する比率が大きいと、株式超過リターンが悪化していることが分かる。特に 96～97 年度のマイナス幅が大きく（右下がりの直線の傾きが急に）なっており、未積立 PBO の株式リターンへのマイナスの影響度が拡大したことが分かる。

このように、企業年金の積立不足に関するマスコミ報道が増え始めた 96 年度から、多くの投資家は企業年金をはじめとする退職給付の問題に注目するようになり、その結果、退職給付の積立不足が、株価のマイナス要因として評価されるようになったと言えよう。

マイナスに評価される理由はいくつか考えられるが、どのような理由にせよ、退職給付の積立状況を積極的に管理することが、株式市場から求められていることは間違いない。企業の開示が前倒しで進めば、株価にも早目に織り込まれることになるだろう。

[参考文献：白杵・佐々木「FAS87 適用企業にみる退職給付の積立不足と株式の評価」証券アナリストジャーナル 1999 年 5 月号]