

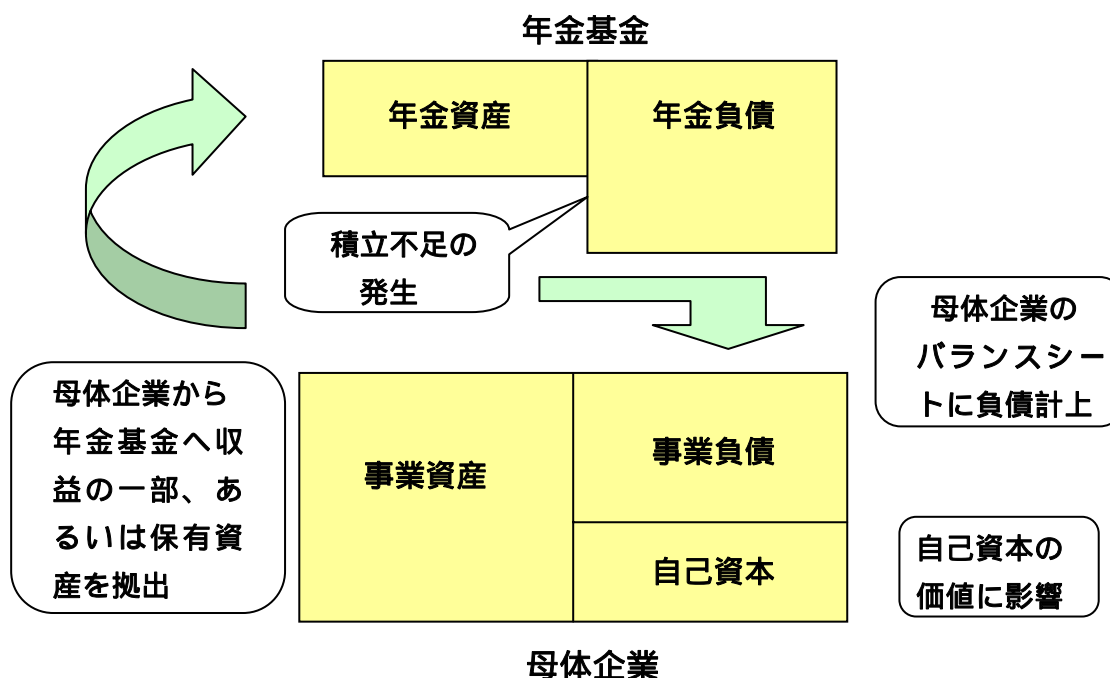
## (年金運用)：企業の資本構成と企業年金（1）

年金基金の財政状態は母体企業の資本構成の決定において無視できない要因である。そのため、年金政策は全社的な財務戦略の一環として捉えるべきは当然である。

2000 年度に新しい退職給付会計制度が導入され、年金基金の財務情報が公開されるに至った背景には、年金資産の運用状況や基金への拠出額、及び年金に関連する費用など、年金財政が母体企業の収益性や財政状態に極めて大きな影響を与える可能性を持っていることがある。これにより投資家は、企業年金の資産・負債に関する情報を適宜入手し、投資の判断材料として活用できるようになった。

たとえば、年金債務が年金資産を上回り、積立不足が生じた場合、その不足額は退職給付引当金として母体企業のバランスシートに負債計上される。また、年金基金への拠出額は、基本的に母体企業が本業で獲得した収益から捻出されるので、多額の拠出を要するときには、母体企業の収益性が圧迫される恐れがある。このように、年金資産の運用成果や拠出状況を通じて、母体企業と年金基金の間には密接な関係があることから（図表 1 を参照）、企業の資本構成を考える場合には両者を一体として考えるべきであろう。

図表 1: 母体企業と年金基金の関係（積立不足のケース）



企業の最適な資本構成を考察する際の代表的なアプローチのひとつとして、トレードオフ理論がある。この理論によれば、負債の借り入れによる節税効果などのプラス効果と、倒産コストをはじめとする諸々のマイナス効果が均衡する点で、最適な負債額が決まるとしている。

このとき、総企業価値（自己資本価値と事業負債価値の合計）は、負債を利用していない状態での資産価値に、負債の節税効果による税効果利益を加え、倒産に伴って発生する可能性がある倒産コストを控除して求められる。

$$\text{（総企業価値）} = \text{（負債がない時の資産価値）} + \text{（税効果利益）} - \text{（倒産コスト）}$$

実際には、年金債務は、母体企業の事業負債と比較しても無視できない額である場合が多いため、年金債務のうち母体企業に帰属する部分は資本構成に反映させるべきである。確定給付型の年金の場合、年金の積立不足が母体企業に帰属する部分に相当する。年金の積立不足の額は、母体企業からの拠出の多寡、株式や債券市場を取り巻く経済環境、年金資産運用の巧拙など様々な要因に左右される。“年金リスク”を、積立不足の変動により企業価値が被るリスクと解すると、図表1で見られるように、年金リスクは母体企業の財務リスクに転化される。そして、この年金リスクは企業側（あるいは、母体企業の所有者である株主）が負担するべきものである。年金リスクを考慮した場合の総企業価値は上式から積立不足の価値を控除して、次のように修正される。

$$\text{（総企業価値）} = \text{（負債利用していない時の資産価値）} + \text{（税効果利益）} - \text{（倒産コスト）} \\ - \text{（年金の積立不足）}$$

それでは、年金リスクは母体企業の資本構成及び財政戦略にどのような影響を与えるのだろうか？考えられる主な影響として、(1) 倒産リスクの上昇、(2) 自己資本の減少による株価の下落、(3) 信用スプレッドの拡大による負債の調達コストの増大、(4) 追加的な拠出による収益性の低下などがある。

(1)と(2)に関しては、積立不足を負債認識するために、母体企業が負担する債務増加による直接的な影響である。つまり、積立不足は、未認識数理上の差異や未認識会計基準変更差異など調整した後、退職給付引当金として計上され、母体企業の負債額は増加する。不足相当の資産が増えるわけではないので、その債務増加のしわ寄せは自己資本の減少という形で反映される。(3)は、財務リスクが上昇し、格付けが引き下げられるなどにより、負債の資金調達コストが増大する間接的な影響である。また、(4)は年金財政が悪化して、積立不足を補填するために追加的な拠出が行われる場合、多額の拠出を要すると母体企業の収益が圧迫され、ひいては株価の下落の原因になり得る。

年金の積立不足は企業が抱える潜在的な債務であるが、経済環境の変化次第では負担の重い債務として顕在化する。積立不足が深刻化すると、その金額の大きさゆえ、母体企業の資本構成にも影響が生じてくる。したがって、企業の財務戦略の策定にあたり、年金リスクは重要な要因のひとつと言えよう。本稿では、企業年金と企業財務の概念について述べたが、モデルを用いた数値例に関して、次の機会に示したい。

（川上 高志）