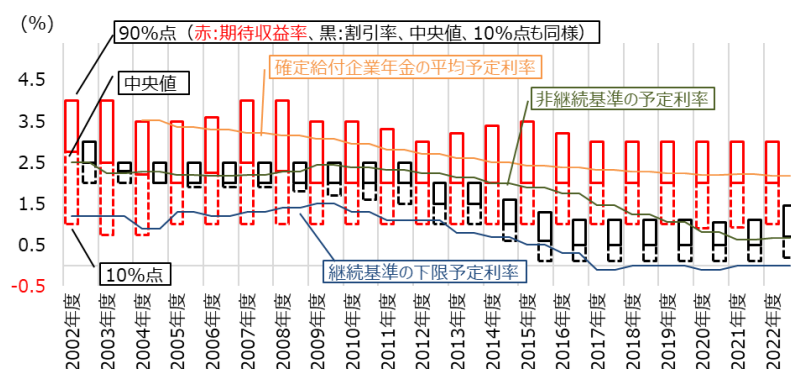


## (ガバナンス)：長期期待運用収益率を変更した企業の特徴とは

退職給付会計で用いる割引率は市場金利に伴い低下してきたが、長期期待運用収益率の低下は相対的に抑えられている。これは、長期期待運用収益率に対する企業の裁量が相対的に大きいからである。裁量が大きいため、企業を取り巻く経営環境を的確に捉え、多様なステークホルダーの立場を踏まえた適切な判断、それを可能にする体制構築が重要である。

企業年金制度には賃金の後払いといった側面があるため、企業の財政状態を適切に把握するためには、様々な数値の見積もり（以下、計算基礎）が必要になる。計算基礎の一部である長期期待運用収益率（以下、期待収益率）と割引率は用途が異なり数値設定の考え方も異なるが、共に利回りとしての性質があり、設定の際に市場動向を考慮する。各企業が独自に設定する期待収益率と割引率にはばらつきがあるので、中央値と幅（中位 80%が存在する範囲）の推移を確認すると（図表 1）、期待収益率の幅の方が広いこと、2013 年度（2013 年 4 月～2014 年 3 月の決算情報）以前は、期待収益率の幅が割引率の幅を包含しているが、2014 年度以降は、割引率の幅が期待収益率の幅に収まっていないことがわかる。

図表 1：期待収益率と割引率の分布等の推移



（日経企業財務データ及び企業年金連合会「企業年金実態調査」より筆者が作成。分布等の

推計対象は期待収益率と割引率を共に公表する一般事業会社の内、TOPIX 構成銘柄に限定）

割引率は安全性の高い債券の利回りを基礎として、かつ支払いまでの期間を考慮して決定する必要がある。一方、期待収益率は市場動向や支払いまでの期間だけでなく、運用方針や年金資産のポートフォリオ、過去の運用実績等も総合的に勘案して設定する。市場金利の低下をリスクテイクで補えば期待収益率を下げる必要がないので、企業の裁量が大きい。

加えて、計算基礎の見直しの可否には重要性の原則が適用される。割引率は退職給付債務への影響を基準に重要性の判断を行うのに対し、期待収益率は当期損益への影響を基準に判断する。退職給付債務への影響は、おおよそ割引率の変化と支払いまでの期間の積になるので、通常は 1% の変化でも相当の影響を受ける。一方、企業の業績次第ではあるが、期待収益率が 1.5% 変化しても、当期損益は 10% 以内の変化に収まるケースが 9 割を占める（図表 1 の対象企業の 2011 年度以降のデータを基に試算）。

しかし、重要性の原則は見直さないことを認めるだけで、見直すことを妨げない。図表 1 の分析対象企業のうち約 5 割が、2013 年度以降に期待収益率を変更している。近年こそ市場金利は上昇に転じているが 2013 年度に比べて低い時期が長かったので、見直した企業のほとんどが

期待収益率を下げたと思うかもしれない。しかし、期待収益率を下げた企業は約3割で、残りの約2割は期待収益率を上げている。

給付が一定なら、期待収益率が高いほど毎年拠出する掛金は小さくなるが、資産運用リスクは大きくなる。リスクが顕在化し積立不足が生じると追加掛金の拠出が必要になり、当然リスクが大きいほど追加掛金は高くなる。一般的に母体企業の経営状況が良好で不測の事態への対応力が高いほど、期待収益率を高く設定できると考えられる。そこで、期待収益率を変更した企業群の特徴を、NEEDS-Cges を用いて分析した。

NEEDS-Cges にはガバナンスに関連する指標だけでなく、ROAやROEといった収益力を示す指標や、手元流動性比率や自己資本比率といった安全性を示す指標も含まれるが、期待収益率を下げた（上げた）企業群とそれ以外の企業群との間に統計的に有意な差はなかった。一方、ガバナンスに関する指標の多くで有意な差が確認された（図表2）。

期待収益率を下げた企業群には、取締役会による経営に対する監督の実効性が高いと評される特徴がある。コーポレートガバナンス・コードでは、経営に対する監督の実効性の確保には、独立社外取締役や業務執行と一定の距離を置く取締役の活用や多様性の確保等が有用とされている。一方、期待収益率を上げた企業群には、株価や資本コストへの意識が高いと考えられる特徴がある。ストックオプション制度に企業価値の向上のインセンティブがあると考えられるのは、企業価値の向上に伴い株価が上昇するほど報酬が増えるからに他ならない。また、資本コストに対して十分な便益が期待できない政策保有株式の保有は資本効率を低下させるとして非難される。昨今も政策保有株式削減のニュースを目にするのは、一部の企業に資本効率の低下を招く政策保有株式を保有していることの証左でもある。

十分な検討を経た上で期待収益率の変更は不要と判断した企業もあるだろうから、変更していないからと言ってガバナンスに問題があるとは言えないが、期待収益率の設定とガバナンスは無関係ではない。経営環境が変化しているのに十分に検討しないのも問題だが、受益者の利益より特定のステークホルダーの意向を優先する変更も問題だ。企業を取り巻く経営環境を的確に捉え、多様なステークホルダーの理解を得られる適切な判断ができる体制こそが重要である。

**図表2：期待収益率を変更した企業群の特徴**

2020年度迄～2022年度迄の計3パターンの分析において いずれも統計的に有意な指標（p<0.05）	見直しの方向別企業の特徴		備考 CGC:コーポレートガバナンス・コードの略
	低下	上昇	
株式 トーピンのQ（業種等調整）	高い	---	
市場評価 PBR3年平均（直近実績決算期末、業種等調整）	高い	---	
外部からの規律 安定保有比率	低い	---	CGC「基本原則5」の対象外
メインバンク借入依存度	低い	---	メインバンクによる救済が、経営努力の放棄を招くとの指摘がある
役員報酬 ストックオプション制度	---	導入	CGC「補充原則4-2①」参照
取締役会 業務執行役員取締役比率	低い	---	CGC「原則4-6」参照
独立社外取締役人数	多い	---	CGC「原則4-8」参照
女性の役員比率	高い	---	CGC「原則4-11」参照
取締役の任期	1年	---	
情報開示 株主招集通知の早期発送	有り	---	CGC「補充原則1-2②」参照
英文開示資料	有り	---	CGC「補充原則1-2④、3-1②」参照
資本政策 配当性向・実績（連結）	---	高い	
政策保有株式比率	---	低い	CGC「原則1-4」参照

(NEEDS-Cges を用いて筆者が分析)

(高岡 和佳子)