

企業にとって年金は コスト要因でしかないのか？

企業年金の財政は、資本市場を通じて母体企業自身の評価に影響を与える。企業は、年金制度を単にコストの一要因としてではなく、その財務戦略の中に積極的に位置づける必要があるのではないか。

低迷する企業年金のパフォーマンスと、 企業の負担

我が国の企業年金の運用パフォーマンスが再び低下している。格付投資情報センター(R&I)の推定に依れば、厚生年金基金、企業年金基金等の2007年度第3四半期までの累積リターンは、-1.97%であった¹⁾。2003年度以降、概ね良好な水準を維持してきた企業年金のパフォーマンスが、2007年度にはマイナスに転じる可能性がある。

これら企業年金の多くは確定給付型(DB)プランである。DBプランは確定拠出型(DC)プランとは異なり、運用の結果責任を母体企業が負っている。今後もこの傾向が続けば、運用パフォーマンス低下の「穴埋め」として母体に追加的な負担を迫るかもしれない。

財務担当者の観点から見ると、この追加的な負担は、年金資産形成の原資としての掛金と併せて、利益やキャッシュフローを圧迫する。しかし、母体からコントロールできる余地は少ないため、これらは不可避のコストとして認識されているものと思われる。

年金と企業財務との連関

企業年金を外部要因と捉える認識の背景には、企業会計上のDBプランの扱いがあるように思われる。確かに企業会計上、DBプランの年金資産と年金負債(PBO)は簿外で相殺され、数理計算上の差異などを調整した差額部分が退職給付引当金、ないし前払年金費用として母体企業のバランスシート上で認識される。すなわち現行では、年金負債に対する積立の過不足部分だけがオンバ

図表1 拡張バランスシート

企業資産	借入	} 企業価値
	- 短期借入	
	- 長期借入	
年金資産	退職給付債務(PBO)	
	- 既積立分	
	- 積立不足	株式時価総額

(出所) Cardinale [2007] よりNRI作成

ランスされる。

しかし、DBプランとその母体企業間の連関を前提とすると、法的には独立した存在である両者も、経済的にはむしろ一体と捉える方が実態に即しているとの考え方があ

これを基礎に導かれるのが、母体企業のバランスシートとDBプランのそれを結合させた「拡張バランスシート」である(図表1)。これは、従来のバランスシートの積立過不足部分を年金資産と年金負債に置き換え、総体としての資金の調達方法と運用形態を示すものである。

この拡張バランスシートを用いると、資本市場が企業の財務活動を見るための新たな視点が得られる。例えば、借入がなく安全性が高いと思われた企業のバランスシートも、拡張バランスシートに組み替えれば、年金基金の抱えた退職給付債務が表面化し、信用力に懸念が生じるかもしれない²⁾。

この拡張バランスシートを前提に、DBプランの財務情報と、母体企業が発行する社債のスプレッドとの関係を実証的に検証した研究がある³⁾。具体的には、米国籍の発行体を対象に、社債のスプレッドに対して、拡張バランスシート上のどの指標がどの程度の影響を与えているのかを計量的に調べている。

従来より、信用リスクは、企業のためのバランスシート

NOTE

- 1) 格付投資情報センター (R&I) ニュースリリース (2008年1月発表)。推定の対象は、同社が評価を行う約2,000ファンド(時価総額は約12兆円)。この運用パフォーマンス低下は、米国においてサブプライムローンの信用リスクが発現したことを重要な契機とする。
- 2) 実際、主要格付機関は、信用リスクの評価の際に退職給付債務を負債の類似項目として扱うとされる。
- 3) Cardinale, Mirko, 2007, "Corporate Pension Funding and Credit Spreads", *Financial Analysts Journal*, Vol.63, No.5: pp.82-101. なおスプレッドとは、当該社債と、国債等の信用度の極めて高い債券との利回りの差であり、当該社債の発行体の信用リスクが大きいほどスプレッドも大きくなる。
- 4) ここで企業価値 (EV : enterprise value) とは、PBO、母体企業の長短借入金簿価、株式時価総額の合計と定義される。これは、図表1「拡張バランスシート」の貸方合計と考えられる。
- 5) 積立不足 = PBO - 年金資産として計算。株式時価総額の計算には期末日の終値を用いた。PBO等の年金プランの財務データは、日経メディアマーケティングによる。
- 6) なお、本邦における債券インデックスNOMURA-BPIを用いて、当該期間の格付別のTスプレッドを単純比較したところ、当該期間でのスプレッドの縮小は観察されなかった。Cardinale [2007] で行われているような、スプレッドに内在するオプション価値の控除や、残存期間の相違等を適切にコントロールした、より精緻な分析が待たれる。

に基づき、総資本に占める運転資本や留保利益の割合、株主資本と負債との比率（財務レバレッジ）などで計測できるとされてきた。企業財務に対する年金財政の影響を検討した研究は新しく、財務担当者も関心を持たれることと思う。

同研究に依ると、適格債発行会社では、DBプランの積立不足が企業価値⁴⁾に対して100ベースポイント (bp) 改善 (悪化) したとき、スプレッドは平均5.64bp縮小 (拡大) する。一方、母体の長期借入に対する同様の感応度は2.41bpと報告されていることから、企業財務において伝統的に重視されてきたレバレッジ指標よりも、年金プランの積立比率の方が信用リスクに強い影響を与えていることが示されている。

積立不足の改善による信用リスクの低下効果

図表2は、我が国の東証1部上場会社の2004および2006両年度の連結決算データを用いて、拡張バランスシートにおける長短借入金、年金資産、積立不足の

それぞれの比率を計測・比較したものである⁵⁾。この期間で、企業価値に対する積立不足の比率は6.1%から3.6%と相対的に大きく改善した。

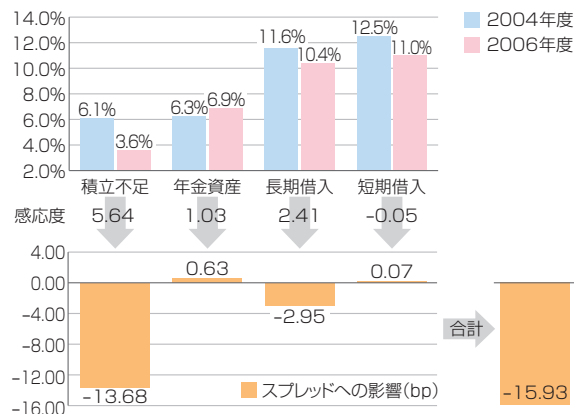
これらの構成比率の変化に、先の研究で示された感応度を援用して、社債のスプレッドへの影響を試算した。我が国と米国では社債市場の状況が異なるため、結果はあくまで参考に留まるが、積立不足の改善幅に先の感応度5.64を適用すると-13.68bpとなる。これは他の要因に比して極めて大きな値であり、積立不足の解消が大きなインパクトを持った可能性が示唆される⁶⁾。

求められる企業財務と年金との一体的運営

不可避とされた年金の「コスト」は、年金財政の改善を通じて企業自身にフィードバックされ、信用リスクの改善効果を持つ。これは資金調達コストを低減させ、より有利かつ機動的な財務活動の余地を広げるものとなる。銀行借入についても、貸出金利の設定にあたって年金プランの財政状態が加味されるとすれば、同様の効果はより大きくなる。

先述のように、直近の運用市場の環境は予断を許さない状況に陥っている。企業はこれを契機として、年金制度維持に係るコストを単なるコストと考える認識を改め、財務政策の検討にあたって年金へも視野を広げ、その運営のあり方を再考すべきではないだろうか。

図表2 拡張バランスシートの構成要素とスプレッドへの影響 (試算)



Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe
 金融 ITイノベーション研究部
 副主任研究員
 専門は資産運用
 focus@nri.co.jp