

企業年金のリスクと企業評価

目次

- I. はじめに
- II. 企業会計における退職給付の状況
- III. 金融資産の価格変動が企業価値に与える影響
- IV. 会計上の取扱いの差異による影響
- V. 債務の変動リスクについて
- VI. 数理計算上の差異の即時認識
- VII. おわりに

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

I. はじめに

2001年度に退職給付会計が導入されてから、企業年金を含めた退職給付制度は人事政策上の課題としてだけでなく、財務戦略上の課題としても位置づけられるようになった。なぜなら、退職給付に係る債務及び資産が時価評価され、その状況が企業のバランスシートに表示されることになり、結果的に退職給付制度のリスク実態が企業の財政状態に反映されるようになったからだ。もちろん、退職給付会計が退職給付制度、特に企業年金制度の持つリスクを増幅させるわけではないが、個々の企業は各々の経営実態に合わせて企業の財政状態に反映される退職給付制度のリスクを圧縮するために制度改正を行っていった。厚生年金基金の代行返上をはじめ、給付水準の見直しや確定拠出年金制度への移行などである。

企業年金を含む退職給付制度は大きなリスクを伴うことは事実である。ただ、企業年金の実態が正確に理解されず、リスクが過大評価されている可能性も否定できない。企業年金の給付債務の算出、財政運営、さらには企業会計における年金の取扱い（退職給付会計）など全般に関して正確な知識を持ち、正しく理解している人はそれほど多くはないと思われるからだ。以下では、企業年金のリスク実態や他のリスク要因との比較などを通じて、主に企業財務の観点からの退職給付制度に関する対応について検討してみたい。

なお、本稿における意見に関する部分は筆者個人の意見であり、当社の見解ではないことにご留意いただきたい。

Ⅱ. 企業会計における退職給付の状況

退職給付会計では、債務（退職給付債務、以下 PBO という）と資産（年金資産）とで費用を算出する。具体的には勤務によって将来の退職金・年金の給付義務が生じるが、その支払い債務の増加額（勤務費用及び利息費用）から、年金資産の運用収益（期待運用収益）を差し引いた額を費用とする。また、PBO と年金資産の差額については追加の資金負担が必要になるため、当該不足額を負債（退職給付引当金）として貸借対照表に計上する仕組みとなっている。したがって、PBO と年金資産の変動、特に有価証券で運用される年金資産の変動や金利変動等による PBO の増減がコストや積立状態に大きな影響を与える構造となっている。

その年金資産運用は、2003 年度以降比較的順調なパフォーマンスを確保してきたが、2007 年度はサブプライムローン問題に端を発したマーケットの混乱で 5 年振りにマイナスパフォーマンスに転落した。企業年金連合会の調査によると同年度の確定給付企業年金の運用利回りは -9.1% となっている。この結果、当社集計による主要企業の年金資産は 39 兆 8800 億円、前年度比 -9.6%、一方 PBO は 57 兆円、同 -2.9% となっており、積立比率（年金資産/PBO）は 69.9% と前年度の 75.1% に比べ 5 ポイント悪化している（図表 1）。

図表 1 主要企業の積立状況等の推移 (単位：億円、%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PBO (A)	687,995	615,911	583,143	574,550	587,543	570,297
年金資産 (B)	294,555	323,445	335,728	408,187	441,044	398,804
積立比率 (B) / (A)	42.8	52.5	57.6	71.0	75.1	69.9
未認識数理計算上の差異	211,653	131,776	111,124	45,620	34,623	78,769
(同) 当期費用処理額	15,308	18,910	10,771	8,668	2,568	3,787
(同) 当期発生額	84,457	△60,967	△9,881	△56,836	△8,429	47,933

(注1) 日経メディアマーケティング社のデータを基に当社集計。集計対象は東証 1 部上場企業で PBO の残高上位 500 社のうち、金融保険会社及び合併などで継続的にデータ集計不能な会社を除く 392 社

(注2) 当期発生額は当期末残高 - (前期末残高 - 当期費用処理額) による計算値、負の値の場合は数理計算上の差益、正の値の場合は数理計算上の差損

ただし、費用については、2007年度はこの運用不振の影響を受けていない。なぜなら、退職給付会計特有の“遅延認識”がヘッジ機能として寄与しているからだ。よく知られていると思われるが、退職給付会計では費用を算出する際に差し引く運用収益は実際の運用収益ではなく、予め予定した運用収益（期待運用収益）であり、期待運用収益と実際の運用収益との差額はその後の一定期間で償却すること（遅延認識）が認められている。多くの企業では、遅延認識を発生した期の翌期からスタートさせるため、当期発生した運用損失は当期の損益にはさほど影響を与えていないわけである。ちなみに、図表1に示した当社集計ベースでの当期の退職給付費用は、2兆2407億円、前年度比-14.8%と、このところ続いた減少傾向を引き継いでいる（図表2）。具体的には、2002年度以降は2003年度を除き、退職給付費用は減少を続け、営業利益の増加に対しても相当の貢献を果たしている。

図表2 退職給付費用と企業収益への影響 (単位：億円、%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
退職給付費用	55,377	62,913	43,006	34,621	26,288	22,407
(数理差異費用処理額)	15,308	18,910	10,771	8,688	2,568	3,787
退職給付費用増減額 (A)	△5,754	7,536	△19,907	△8,385	△8,333	△3,881
営業利益	188,595	214,789	237,752	265,969	286,505	304,635
営業利益増減額 (B)	40,702	26,194	22,963	28,217	20,536	18,130
増減益寄与度 (A) / (B)	14.1	△28.8	86.7	29.7	40.6	21.4

(注1) 増減益寄与度は、退職給付費用の増減が営業利益の増加額に対する割合

(注2) 集計対象企業は第1表と同じ

ただ、前述の通り、前年度の運用によるマイナスの影響は2008年度から表面化することになる。そこで簡単にその影響を試算してみたい。償却対象となる期待運用収益と実際の収益との差額は、会計上、数理計算上の差異として取り扱われる。数理計算上の差異は、こうした年金資産サイドでの要因以外にも負債サイドでも発生するが（退職給付債務の割引率の変更などにより発生するが、詳細は後で説明する）、2007年度に関しては主に資産サイドで発生したと考えられる。なぜなら、当期発生する数理計算上の差異は計算上、期末数理計算上の差異の残高-（期首数理計算上の差異の残高-当期償却額）で求められ、2007年度は4兆7900億円程度と試算される（図表1参照）。期待運用収益率を2.5%とすると、前年度の年

金資産残高 44 兆円× (1+期待運用収益率) で算出される期末資産残高は 45 兆円となり、実際の期末年金資産残高 (39.9 兆円) との差額とおおむね一致するからだ。この 4 兆 8000 億円が平均 10 年で償却されると仮定すると年間 4800 億円の費用増加要因となり、営業利益を 2%弱引き下げる要因になると考えられる。過去、数年間退職給付に関しては運用パフォーマンスの好調を移して費用が低下傾向を示し、企業収益にはプラスの貢献を示してきたが、2008 年度は一転して足を引っ張る要因になると考えられる。

Ⅲ. 金融資産の価格変動が企業価値に与える影響

2007 年度の運用パフォーマンスの不振は、今後の収益にマイナスの影響を与えることになる。遅延認識の存在によって影響度合いが分散され、さらには期ズレも起こるとはいえ、年金資産価格の変動は大きなリスクファクターであり、企業経営、企業財政にとって大きな影響を及ぼす要因であることは間違いない。

もともと、企業は年金資産で保有する以外にも株式などの有価証券を保有している。株式を例にとると子会社・関係会社の株式、売買目的で保有する有価証券、さらには持合株式などのその他有価証券がある。通常、一般事業会社が売買目的で株式を保有するケースは少ないし、子会社・関連会社は会計上市場価格では評価しないため価格リスクを認識することは少ないと考えられる。したがって、その他有価証券、具体的には持合株式が企業経営や企業財政にとってのリスクとなりうるはずであり、年金資産のリスクと比較してみたい。

まず、リスクのボリュームは、保有株式の数量あるいは金額で比較可能である。東京証券取引所が実施している「株式分布状況調査」によると、事業法人は東証 1、2 部上場企業の金額ベースで 21%、単元株数ベースで 24%保有している (図表 3)。一方、年金制度で保有する株式は、年金信託で保有する 3%強のほかは生命保険の一部と銀行・信託の一部 (会計上年金資産となる退職給付信託) である。別のアプローチから考えると、企業年金の資産残高 (確定給付企業年金、厚生年金基金及び適格退職年金) は 2007 年度末時点で 81 兆円であり、そのうち国内株式は 3 割程度と考えられる。このように考えると年金資産で保有する株式は事業法人が保有する株式の 3 分の 1~4 分の 1 程度ということになる。したがって、持合株式を保有するリスクは年金資産で株式を保有するリスクをはるかに上回っていることになる。

図表3 東証1、2部合計所有者別株式分布状況（平成18年度）（単位：億円、単元）

セクター	金額	構成比	単元株式数	構成比
事業法人	1,175,278	20.7	365,729,110	23.6
銀行・信託（除く年金信託、投信）	814,905	14.3	172,846,529	11.1
信託銀行（年金信託）	200,547	3.5	45,076,847	2.9
生命保険	308,280	5.4	59,473,887	3.8
外国人	1,592,860	28.0	394,167,717	25.4
個人	1,028,338	18.1	379,532,262	24.4
その他との合計	5,686,052	100.0	1,552,979,774	100.0

（出所）東京証券取引所「株式分布状況調査」

リスク量だけを比較すると年金資産より相当に大きい“持合株”だが、企業がそのリスク管理やリスク圧縮に関して年金資産以上に注意を払っているという印象は強くない。年金資産との違いという点で、その理由を考えると以下のような点があげられよう。

- ① 時価増大を目指し、しかも目標収益率が設定されている年金資産と異なり、持合株式は収益目標が設定されているわけではない
- ② 年金資産は当該目標に達しないと追加資金の投入を余儀なくされるが、持合株式は継続して保有することが目的で、価格が下落しても追加で買い増す必要がない
- ③ 年金資産の下落（あるいは期待運用収益率に達しない分）は、遅延認識というヘッジ手段はあるものの損益計算書を通じて企業収益にマイナスの影響を及ぼす。これに対して持合株式は貸借対照表の純資産の部に評価損益の増減が計上されるのみであり、しかも簿価が低い場合、多くの場合、評価益の減少として認識されるに過ぎない。

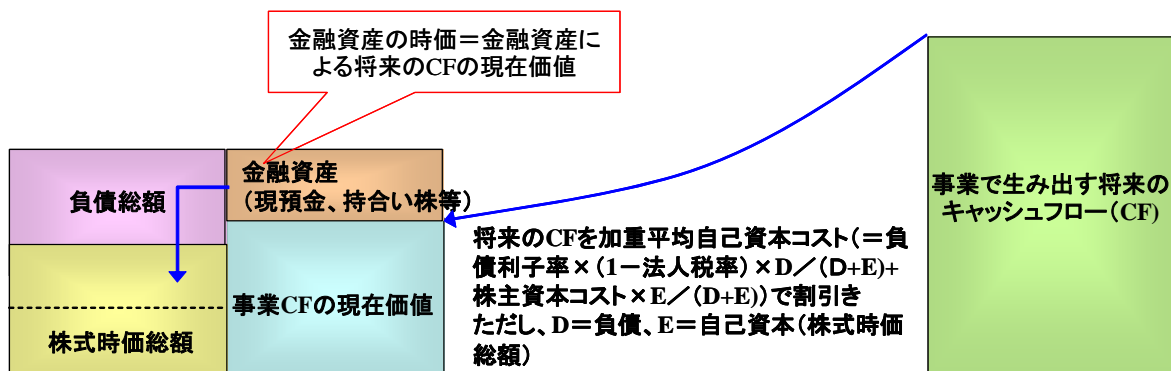
以上のうち、①と②は保有目的の相違によるものである。年金資産は金銭価値で図ることのできる経済的便益を追求して保有するが、持合株式は相手先企業との良好な関係を構築するなど金銭価値で計測できない便益を追求していることになる（余談ではあるが、それだけ大きな資金を投じながら、その効果を客観的数値で示せないため、逆に十分な説明責任が生じるとも考えられる）。③は会計基準に関連する問題であり、1つは財務諸表への計上方法の違い、もう1つは簿価時価の問題である。前者については後で詳細に検討するが、後者については時価会計が常識となった現在では通用しない議論である。なぜなら、同じだけ株式が下落すれば評価益が減少するのも評価損が発生するのも経済的価値の減少は変わるものではないからだ。その確認を含め、以下では年金資産と持合株式が下落した場合に、企業価値

にどのような影響を与えるかを考えてみたい。

持合株式(金融資産)の変動が企業価値に与える影響

コーポレートファイナンスでは、企業価値は将来のキャッシュフローを資金提供者が期待する収益率で割引いた額と考えている。この考え方を基に、金融資産を保有する企業の企業価値を評価する場合、当該金融資産の生み出すキャッシュフローを予測してその現在価値を計測する方法が考えられる。ただ、金融資産の時価が理論的に将来のキャッシュフローの現在価値であることを踏まえれば、『企業価値＝(金融収益を除いた)将来のキャッシュフローの現在価値(事業資産の価値)＋金融資産』と考えることが現実的といえる。なお、企業価値＝株主価値＋負債価値であり、株主価値は株式の時価総額であるため、金融資産を保有している場合の株式の時価総額は金融資産の価値だけ上乗せされることになる。金融資産の価値が変動しても負債価値は変動しないため、企業価値は金融資産の減少分だけ減少し、株式の時価総額も金融資産の減少分だけ減少することになると考えられる。

図表4 金融資産の価格変動と企業価値

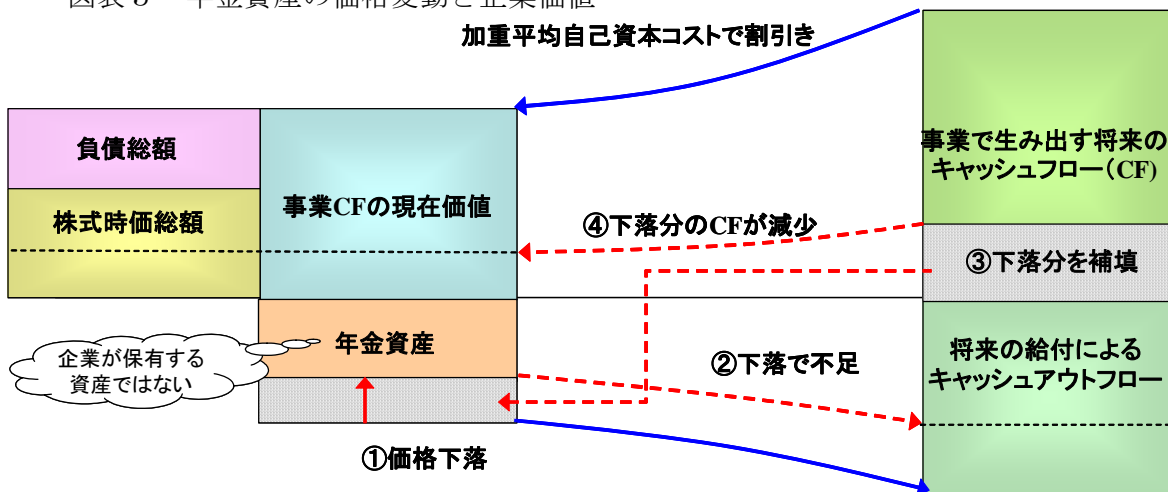


年金資産の変動が企業価値に与える影響

これに対し、年金資産自体は企業が保有する資産ではないため、年金資産の下落は直接企業価値に影響を与えるわけではない。ただ、年金資産が減少して将来の給付原資が不足すると、この不足分を追加負担することが必要となる。この追加負担は事業で獲得する将来のキャッシュフローを減少させるという影響を及ぼす。前述のとおり、金融資産の時価は将来キャッシュフローの現在価値であり、したがって時価下落分が将来キャッシュフローの減少と考えると、給付のために追加負担する将来のキャッシュフローは下落した年金資産とイコールと

ということになる。この結果、年金資産の下落分だけ企業価値が減少することになる。極めて常識的な結論として、結局年金資産が下落した場合、企業価値は当該下落分だけ減少することになるわけだ。先に、持合株式は追加投資が必要なく、一方年金資産が下落すると追加の資金拠出が必要である点を相違点としてあげたが、将来キャッシュフローへの影響の有無は別として、少なくとも企業価値、株式時価総額に与える影響はどちらも同じということになる。

図表5 年金資産の価格変動と企業価値



IV. 会計上の取扱いの差異による影響

保有する金額から明らかではあるが、2007年度決算では、持合株式の下落は年金資産の下落をはるかに上回る大きな影響を与えている。純資産の部に計上されるその他有価証券の評価差額は前述の集計対象392社ベースで7兆360億円、前年度の12兆6700億円に比べ、額にして5兆6340億円、率にして44%もの減少となっており、仮に、後に述べるいわゆる“即時認識”が行われ、年金資産の下落が即時に2007年度の決算に反映されたとしても、それを大幅に上回る額である(評価差額は税効果が適用されており、実際の下落額は法人税率を40%とすると9兆円以上に上る)。

前章で検討した通り、持合株式の下落であっても年金資産の下落であっても、ともに企業価値は時価の下落分だけ減少するとすれば、株式市場の低迷による企業価値に与えるマイナスの影響は、年金資産の運用低迷を通じてよりも、持合株式の価格下落を通じてのほうが大きいことになる。したがって、企業が合理的な行動をとるという前提に立てば、年金資産より持合株式のリスクを圧縮しようとするはずだが、価格変動リスクを理由に持合株式の圧縮を目指す企業行動が活発に行われているという印象はさほどない。一方で、年金資産の運用

リスクについては非常に関心が高いような印象を受ける。そうだとすれば、企業は持合株式の便益を極めて大きく評価しているか、あるいは持合株式を保有する会計上のリスクを年金資産ほど感じていないと考えられる。持合株式の便益の評価についてはともかく、会計上のリスクを年金資産ほど感じていない可能性は高いと考えられる。これが、前記③で指摘した点である。企業価値に与える影響は同じであるといいながら、会計処理の違いが両者のリスクに関して異なった認識を与えている可能性があるという仮説である。わかりやすく言えば、持合株式の時価変動を損益計算書に表示するようになったとしても、企業はそのリスクを従来と同じと考えるか、すなわち年金資産より小さいと感じるかということに言い換えてもよい。多分に主観的な部分はあるが、この点について検討してみたい。

実際に、新聞等で年金資産の運用パフォーマンスの低迷が今後の収益悪化の一因になることが報道されるなど、過去に起こった年金資産運用悪化の影響は将来の課題として伝えられるケースが多い。もちろん、年金資産の時価が下落した場合、あるいは資産が目減りしないまでも予定収益を確保できない場合は、実際に将来の給付のために追加資金を投入することになり、企業会計上もそうした費用を計上していくことになる、つまりその分だけ将来のキャッシュフローや利益が減少することになる。これに対し、持合株式が下落しても追加の費用は発生しないため、将来の利益が減少するわけではない。したがって、企業、特に経営者は年金資産の運用に関してより多くの注意を払うことは間違いない。また、経営成績、つまり企業業績で評価される企業の経営者にとって、損益計算書に計上される利益の動向を重視するのは至極当然のことともいえる。

企業収益が株価など企業評価に影響を与えることは論を待たない。一方で、前章で検討した通り、年金資産の価格変動も持合株式の価格変動も企業価値、すなわち株価に影響を与えるはずである。したがって、企業収益の変動と資産価格変動が株価等にどういうメカニズムで反映されるかを考えてみることにする。

まず、資産価格変動分が株価に織り込まれるとして、いつ、どのような段階で株価に反映されるかを考えてみる。この場合、損益計算書に計上される、すなわち企業収益に反映された段階でなければ株価には反映されないと考えるのは無理がある。なぜなら、損益計算書に計上されなければ企業価値に反映されないのであれば、持合株式の価格変動は永久に株価に反映されないことになってしまうからである。常識的に考えて、保有している事実が明白でその影響も客観的に判断することが可能であるため、損益計算書へ資産価値の変動が認識されなくても株価等には反映されるはずである。したがって、株式市場の変動に合わせてある

程度は同時進行で織り込まれていくと考えるべきであろう。さらに、決算発表等で影響度合いが明確になれば、当該情報を織り込んだ株価形成がなされると考えることが自然である。また、これは持合株式でも年金資産でも同様であると考えられる。

そうだとすると、その後損益計算書で年金資産の価格変動が損益に織り込まれても、その影響は株価には影響を与えないはずであるし、また織り込まれるべきではないはずである。しかし、現実的には損益計算書に年金資産価格の変動による影響が徐々に織り込まれることから、追加的に株価に影響を与える可能性を否定できない。具体的には次のような例が考えられる。仮に、ある会社で保有する年金資産が150億円から125億円へ値下がりしたとする。年金資産が目減りする前の時点でその会社の妥当株価が500円（発行済み株式総数1億株）であったとすると、年金資産の価格下落は1株当たり25円であるため、これを織り込んだ妥当株価は475円になると考えられる。年金資産価格の目減り分は遅延認識によって費用処理され、合計で25億円の利益が目減りするわけであり、この分の目減りが株価に織り込まれることは理論的にも妥当である。このケースにおいて数理計算上の差異が発生する前の時点で翌期の予想1株当たり利益が25円（当期利益は25億円）だったとする。妥当株価の500円に対して予想PER（株価収益率＝株価÷1株当たり利益）は20倍となるが、発生した数理計算上の差異の処理を10年間の遅延認識で行うことにすると予想1株当たり利益は22.5円に下落する。仮に、すでに株価がその下落を織り込んで、475円に下落していたとすると予想PERは21.1倍（ $475 \div 22.5$ 円）へ上昇することになり、結果的に、本来は妥当と思われる株価水準であるにも関わらず以前のPER水準に比べ割高になってしまった印象を与えてしまう。このように、改めて損益計算書に費用計上されると株価に追加的にマイナスの影響を与える可能性は否定できない（ちなみに、遅延認識の処理年数が20年、つまりPERと同じであればPER水準は変わらない。具体的には、20年の償却であれば1株当たり利益は23.75円となり、 $475 \div 23.75 = 20$ 倍となる）。

ここでは極めて単純な例を示したため、このような勘違いが起きるわけがないとの反論があるかもしれないが、毎年発生する数理計算上の差異が累積され、遅延認識される過程においては適正な評価がしにくくなる可能性は否定はできない。改めて損益計算書に計上されることによって影響を二重に織り込んでしまうという懸念である。

このように考えると、ここで想定した“会計処理の相違が同じ金融資産の価格変動であっても異なったりリスク認識を与えている可能性がある”という仮説に納得される方は多いと思う。理論的には企業価値に与える影響が同じであれば、会計上の取扱いがどうあれ企業評価に差を与えるはずはないはずだが、実際には評価する側にもされる側にも様々な影響を与えてい

る可能性があるからだ。企業会計がキャッシュフローの配分作業であることを考えると、年金資産の変動によって将来のキャッシュフローが変動することを遅延認識によって期間配分していくことは適正な処置であると考えられる。一方で同じような価値変動をもたらす持合株式の評価との整合性を妨げているようにも感じられる。この点は本稿の最後で検討する国際会計基準における即時認識とも絡んでくる問題であろう。もちろん、適正な会計基準については専門家の議論に任せるべきだが、会計基準に関わらず経済実態に対する正確な理解をすることが、評価する立場である運用機関にも、評価される立場である企業にも重要であることは間違いない。

V. 債務の変動リスクについて

いわゆる確定給付タイプの年金あるいは退職一時金制度のリスクとして、債務の変動リスクを挙げる人が多い。確かに、企業会計にも反映される PBO が各種の要因で変動し、結果的に企業の財政状態に大きく影響を及ぼすことは事実である。ただし、そのリスクの本質について正確に認識しておくことは重要である。

PBO は将来の給付見込み額を予測し、それを現在価値に換算して算出する。したがって、変動する要素として、①将来給付見込み額が変動する、②給付見込み額は変動しないが、現在価値への換算額が変動する、という2つが考えられる。①については、さらに制度の見直しによるものと前提条件の変化によるものが考えられる。制度の見直し、すなわち給付水準の引上げや引下げは会社の経営政策上の変更であり意図した変更でもあるため、債務変動のリスクと考えるべきではない（したがって、会計上は過去勤務債務として数理計算上の差異とは別に把握している）。これに対し、前提条件の変化は新規採用や退職者の増減による人員数の見込み違いや昇給や昇格の状況、死亡率の変動等である。このような給付見込み額の変動も数理計算上の差異として費用や債務の増減の原因となるため、一見、退職給付会計固有のリスク要因と考えがちである。しかし、人員が増加すれば年金や退職金の給付だけでなく、給与や賞与が増加する。また、昇給や昇格で確定拠出年金の掛金も増加することになる。予め一定の予想のもとに債務の予想額を求め、掛金を計算しているためその差が調整されるだけで、この債務の変動は退職給付固有のリスクではないはずである。同様に運用パフォーマンスが掛金算定や退職給付費用算定で見込んだ予定利率や期待運用収益率を下回ったからといって損失が発生するわけではない。予定していた掛金や費用を上回ることを損失と感じるだけで、実際に損失が発生するのは現実に運用損失、すなわち元本割れが生じた場合のみである。このような点は、冷静に考えれば分かったらはいえ陥りやすい過ちであり、結果として確定給付タイプの年金制度のリスクを実態以上に大きくみせている一因と考えられる。

一方、将来の給付見込み額が変動せずに現在価値が変動する、すなわち割引率の変動による債務の変動は、債務の変動に支払い能力が連動しないことに問題があるといえる。なぜなら、将来給付を行う時点での支払額は割引率が変化しても変わらないからだ。現時点での支払い債務が増大しても、資産価格が債務に連動するなりキャッシュフローの創出能力が高まったりすれば問題はないはずであるが、現実問題として、債務の変動に応じて自動的に支払い能力が調整されることはありえないため、問題が発生する。それを考えると、債務の変動だけでなく、資産や企業収益を一体として考える問題ということになる。

VI. 数理計算上の差異の即時認識

企業会計における退職給付の取扱いについて、最近大きな話題となっているのが、国際会計基準における退職給付会計の見直し論議である。見直しの詳細については割愛するが、その中心となるのは遅延認識を廃止し、期末における資産と債務の状況をそのまま貸借対照表に反映させようとする、いわゆる“即時認識”という会計処理である。つまり、当年度の資産価格、債務評価額の変動をそのまますべて表示することになる。なお、資産価格変動等の損益計算書（国際会計基準で言えば包括利益計算書）への計上方法については3種類の方法が示されており、まだ方向性は定まっていないが、2013年からの適用開始を目指して議論が進められている。折りしも、わが国では国際会計基準とのコンバージェンス（共通化）からアダプション（受入れ）へ舵取りを変換することが伝えられる中、国際会計基準の見直しが行われた場合の影響あるいは対応に関して次第に関心が高まりつつある。

企業会計が期末時点の資産、債務の状況をそのまま表示するようになると、“企業の財政状態あるいは収益のボラティリティが高まることになるため、企業はそのボラティリティを抑制するように行動する”という見方が多いようだ。ボラティリティを抑制する行動は、例えば株式の構成比の引下げなどにより資産運用のリスクを圧縮することや、既存の確定給付タイプの年金制度を確定拠出年金に移行することなどが想定されているようだ。この見方は、いかにも説得力がありそうだが、多分に誤解に基づく思い込みがあるように感じられる。なぜなら、“ボラティリティが高いことは企業評価にマイナスになる、逆にボラティリティを抑制すれば企業評価にはプラスになる”ことが前提にあると考えられるからだ。

確かに、変動が激しいことは好ましいことではない。ただ、年金資産がマーケットに左右される以上、その影響を受けることは投資家自身が十分承知しているはずである。したがって、マーケット変動に照らして常識的な変動範囲であれば、その変動が変動額を超えて企業評価に影響を及ぼすとは考えにくい。また、本稿では持合株式の評価との比較も試みたが、

遅延認識を行うことで資産価格等の変動の影響を企業評価に平準的に織り込む効果をもたらしている保証はない。逆に、損益への影響が将来に繰延べられることでその影響が継続したり、あるいは二重に織り込まれる可能性も否定できないと考えている。

加えて、ボラティリティを抑制することが必ずしも企業評価にプラスになるわけではないことも事実である。例えば、年金資産として分別管理しない退職一時金制度で、給付原資を現金で保有していれば変動は回避される。ただし、保有資産がリターンを生まない非効率性はむしろ企業の評価を下げることになるだろう。確定拠出年金に移行すれば運用結果によって運用コストが変動することはない。ただ、日本で確定拠出年金を導入する場合、目標給付水準を定め、今後の想定運用収益率を決めることによって掛金額を算出することが一般的である。つまり、資産のリターンを固定化することで掛金を固定化するわけである。低い収益見込みで掛金を固定化すると、金利水準が上昇した場合に相対的に高いコストを負担することになる。同程度の給付水準の確定給付制度のコストが金利上昇によって低下するためである。こうしたことを考慮すれば、ボラティリティを抑制することが必ずしもよいことであるとは限らない。

また、ボラティリティが高まることが誰にどのような影響をもたらすかを考えることも必要である。悪影響を与えるとすれば、①株価変動や配当への影響などで株主へ迷惑をかける、②経営能力やリスク管理等の点で経営者の評価が低下する、ことが考えられる。もちろん年金制度が企業経営上の大きなリスク要因となるのであれば、制度の見直しに取り組まざるを得ないが、そういう事態が想定されるとすれば年金制度を維持運営できない企業体力のほうに問題があるはずで、企業年金制度や会計基準以前の問題である。また、経営能力やリスク管理能力の評価結果が遅延認識と即時認識で大きく変わるとは思われない。

このように考えると、会計基準が変更されることによって、そのことを理由に運営方法または制度内容等を変更する必然性はないことがわかる。退職給付会計の導入時においては、会計基準の変更が制度見直しに拍車をかけたという事実があったという意見はあるかもしれない。ただ、退職給付会計導入時は、それまでまったくリスク実態が反映されなかった状態から、リスク実態が開示されたもので、これから行われる基準の変更とは明らかに状況が異なる。当時は投資家には年金に関する状況が一切知らされていないだけでなく、債務の評価方法が年金財政と異なるため当事者である企業もPBOの水準を把握できていなかったはずである。つまり、退職給付会計の導入で退職給付、とりわけ企業年金のリスクが初めて認識されたと言ってよい。結果的に退職給付のリスクが企業規模に比べて大きく、特に企業の債務とみなされた厚生年金基金の代行部分のリスクが企業実態に応じて大きいと判断され、それが代行返上につながったのだと考えられる。すでにリスクの水準が明らかである現在、その

表示方法が変わることで企業年金制度の運営の舵取りを大きく方向転換する必然性は薄いだろう。

Ⅶ. おわりに

“投資家は企業への投資でリスクを負担しており、企業年金制度を実施することにより投資家にさらに運用リスクを負担させるのは適切ではない”あるいは“当社は本業のリスク負担に集中するため、年金資産の運用リスクまで負担したくない”などの意見を聞くことがある。退職給付会計の導入によって、退職給付なかでも企業年金のリスクがクローズアップされる中で、こうした見方が強くなっていく可能性がある。ただ、こうした議論で欠けているのは、企業年金が人事政策として報酬制度の一環として行われているという視点である。年金資産運用が単なる財テクであると考えれば、こうした議論は成り立つのだろうが、年金資産運用が財テクとは根本的に異なることは明白である。後払い賃金として退職給付が必要であり、しかも給付の形態として年金給付が望ましいとすれば年金制度は業務を遂行していくうえで必要な制度である。年金制度を実施するとなれば、確定給付タイプでは企業（正確に言えば株主）、確定拠出年金では加入者、というように制度によって異なるものの、誰かが必ず資産運用リスクを負うことになる。そうした中、確定給付タイプのほうが確定拠出年金よりも人材の定着など期待する人事効果が大きいと考えれば、年金資産の運用リスクは必然的に企業が受け入れることになる。このように考えた結果として、確定給付タイプの制度を実施するのであれば、より効率的な制度運営を行い、少しでもコストの低下を求めていくのは企業を運営していくうえで当然取り組むべき課題である。

企業年金においては、健全な制度運営を行えば制度に対する従業員の信頼が高まり、結果的に労働生産性の向上などにつながるようになる。さらに、効率的な運営もあわせて企業価値の向上につながることであればすべてのステークホルダーにとって好い結果をもたらすことになる。こうした好循環に期待したい。

(2008年9月22日 記)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）