

## 企業年金と母体企業の財務的意思決定

慶應義塾大学

柳瀬 典由

### 1. はじめに

近年のコーポレートガバナンス改革において、アセットオーナーとしての企業年金の役割向上に対する期待は大きい<sup>1</sup>。企業年金のアセットオーナーとしての専門性の向上は、最終受益者であり母体企業のステークホルダーでもある従業員の資産形成に寄与するとともに、従業員への貢献などを通じて、母体企業の中長期的な企業価値や株主価値の向上につながることも期待されている<sup>2</sup>。

但し、アセットオーナーとしての企業年金のガバナンス上の問題を論じるためには、母体企業と企業年金の加入者・受益者との関係性についても考察する必要がある。本報告では、母体企業の財務的意思決定が企業年金政策に与える影響について、主に企業金融理論の観点から、母体企業と企業年金の加入者・受益者との間の利害対立に関する学術的論点を浮き彫りにする。

### 2. 統合バランスシート観

企業年金の特徴は、事業主たる母体企業が年金資産の運用リスクを最終的に負担するという点にある。この仕組みの下では、予め定められた給付算定式に基づいて企業と従業員とが退職給付の内容について約束し、従業員がその給付内容に基づいた給付を退職後に受けることができる。したがって、仮に年金資産運用の成果が芳しくなく、積立不足に陥った場合には、母体企業がその不足額を負担することになる。つまり、企業年金の財政状態は母体企業の財務にも重要な影響を及ぼすことになるので、積立不足額を母体企業のバランスシート上、負債として認識させる会計基準が多くの国々で採用されている。企業年金に関する会計基準の導入により、母体企業の財務と企業年金の財政とが明示的に結合されることになり、企業年金の財政状態が母体企業の株主価値や信用リスク、資本コストの評価に重要な影響を及ぼす可能性が顕在化した<sup>3</sup>。このように、母体企業と企業年金のバランスシートが、経済実質上、統合されたものであるという見方のことを、統合バランスシート観という。

もちろん、年金資産は母体企業の資産・負債から法的に分離され、母体企業の破綻リスク等から隔離されることが一般に求められるので、母体企業は、企業年金の運営・管理につい

---

<sup>1</sup> 企業年金は、給付建て（Defined Benefit, DB）型の企業年金と拠出建て（Defined Contribution, DC）型の企業年金とに大別されるが、本章が対象とするのはDB型企業年金である。

<sup>2</sup> 2018年6月に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」（以下、「コード」）、ならびに、同じタイミングで公表された「投資家と企業の対話ガイドライン」において、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に関する記述が新設された。そこでは、事業主たる母体企業が、自社の企業年金の運用に関する資質を備えた人材を計画的に登用・配置するとともに、そうした取組みの内容を開示することが求められている。

<sup>3</sup> わが国では、「退職給付に係る会計基準」が1998年6月に公表され、2000年4月から始まる事業年度から適用されることとなった。

て自社の特性とは独立に意思決定することができるはずである。しかしながら、企業年金が、統合バランスシート観のもと、企業全体の財務的意思決定の一環として運営・管理される可能性を指摘する研究も多い（Bartram 2018 等）。言いかえれば、将来の年金債務を最も適切に充足するという観点ではなく、母体企業の企業価値や株主価値の最大化という観点から、企業年金の資産運用戦略や積立水準の選択といった企業年金政策が決定される可能性も示唆されるのである。

### 3. 企業金融理論から見た研究動向

統合バランスシート観のもとでは、資産のボラティリティが増加することによって株主価値が高まるので、母体企業の株主には、ハイリスクな年金資産運用や過少積立を通じて、企業年金の債権者たる加入者・受給者にリスクを移転（シフト）するインセンティブが働く（Sharpe, 1976; Treynor, 1977 等）。これは、株主有限責任のもと、株主・債権者間のエージェンシー問題に起因して生じる資産代替の一例である。こうしたインセンティブは、特に、財務健全性が低く、期待倒産コストが高い企業においてより強くなるはずである。Rauh (2009)はこれを、企業年金政策におけるリスクシフト仮説とよんでいる。

他方、リスクシフト仮説においては、暗黙のうちに、企業年金の終了が母体企業の経営破たんを伴っている場合が想定されていた。しかしながら、母体企業の経営破たんを念頭におかず、むしろその長期的な継続を前提にした場合には、別の経路の可能性が検討される。Rauh (2006)によれば、米国では、受給権保護の観点から、積立状態が芳しくない企業年金に対する強制拋出の強化が進んだ。こうした強制拋出の可能性は、将来の魅力的な収益機会を見送らざるを得ないという新たな問題、すなわち、過少投資問題を誘発し、株主価値を低下させる原因となる<sup>4</sup>。他方、企業年金の財務健全性を高めることによって、将来の強制拋出の可能性を低下させることができるので、母体企業における過少投資問題が緩和される。ここに、母体企業の株主には、企業年金政策上、リスクをより抑制しようとするインセンティブが生じるのである。このような経路について、Rauh (2009)は、企業年金政策上のリスクマネジメント仮説と定義し、リスクシフト仮説と対比させている。

それでは、これらの対立する仮説は、実証的にどちらが支持されているのだろうか。実は、リスクシフト仮説と統合的な研究もあれば（Goto/Yanase, 2013; 2016; Phan/Hegde, 2013; Anantharaman/Lee, 2014; Chaudhry et al., 2017; Bartram, 2018 等）、リスクシフト仮説と統合的ではない研究も多い（Rauh, 2009; Pedersen, 2019 等）。そこで、本報告では、主要な既存研究を整理することを通じて、企業年金政策上の2つの主要なインセンティブに関する主要な論点整理を試みる。最後に、検討を通じて、わが国ではリスクシフトのインセンティブが相対的に高い傾向にあることを指摘する。

---

<sup>4</sup> 理論的には、一連の企業リスクマネジメントに関する研究では、財務健全性が低く、期待倒産コストが高い企業において、その将来の成長機会に対する過少投資問題を緩和するべく、リスクヘッジのインセンティブが相対的に高くなることが知られている（Mayers/Smith, 1987; Froot, Scharfstein, and Stein, 1993）。