
研究論文

年金リスクを内包した企業の最適資本構成モデル

川上 高志*

木島 正明†

湯前 祥二‡

2006年12月21日投稿

2007年2月16日受理

概要

近年、多額の年金積立不足を抱える企業にとって、積立不足の問題は非常に重要になってきている。なぜならば、年金の積立不足は母体企業のバランスシートに負債として計上され、場合によっては事業活動で獲得した利益から追加的な拠出を迫られることがあり、母体企業の財政状態・損益計算に大きな影響を与えかねないからである。本稿では、年金基金の財政状態を加味した母体企業の最適資本構成モデルを提示し、それを用いて年金資産の運用リスク（以下、年金リスク）が資本構成に及ぼす影響について分析する。具体的には、金融工学における条件付請求権アプローチを用いて、閉じた形で年金リスクを内包する最適資本構成を表現し、年金リスクに関連するファクターが母体企業の資本構成に及ぼす影響を与えるのかについて比較静学を行なう。また、年金リスクを考慮していない既存モデル（Leland [1994]）が示す結果と比較することで、年金リスクの重要性を検証する。

キーワード 年金リスク、最適資本構成、条件付請求権アプローチ

1. はじめに

多くの企業にとって企業年金の積立不足が重大な問題になってきている。年金債務は、従業員が過去の労働を提供したことに対して退職時以降に支給される給付のうち、認識時点までに発生している債務と定義される。年金債務は従業員に対する労働債務であり、企業にとって将来支払わなければならない負債であるという点では、社債やローンなどの通常の事業負債と何ら変わりはない。一方、年金債務と一般の事業債の相違点は、前者は長期的な負債であり、後者よりも支払いの時期や金額に関して確定性の弱い債務であるということである。このような長期的かつ確定性の弱い債務に必ずしもすべてを拠出しておく必要性はないという考え方から、これまで多くの企業では積立不足（年金債務が年金資産価値を上回る）の状態がしばしば見受けられた。これに対して、近年、退職給付会計制度の改正が実施され、企業年金の積立不足が存在する場合には積立不足額を母体企業のバランスシートに負債として計上することが義務づけられた。積立不足が負債として認識される結果、いわゆる隠れ債務が顕在化し、企業の財政悪化が表面化することになる。

*ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 〒102-0073 東京都千代田区九段北4丁目1番7号 九段センタービル
email:kawakami@nli-research.co.jp

†首都大学東京 大学院 社会科学研究所/京都大学 大学院 経済学研究科 大和証券グループ寄附講座
〒192-0397 東京都八王子市 南大沢 1-1 email:kijima@center.tmu.ac.jp

‡法政大学 経済学部 現代ビジネス学科 〒194-0298 東京都田町市 相原町 4342 email:yumae@hosei.ac.jp