

第1章

コーポレート・ファイナンスから見た企業年金と投資決定*

東京理科大学経営学部 柳瀬典由

要旨

本研究プロジェクトの中核的テーマは、公私年金の連携に注目した私的年金の普及と持続可能性の検証である。公的年金と異なり、私的年金の中核をなす企業年金は、その設立と運営を担う事業主（母体企業）の持続的な存続がその前提となる。そして、（母体）企業の持続的発展の基礎となるのは、将来のキャッシュフローを創出するための投資である。このような投資には、設備投資のような有形財への投資もあれば、研究開発支出のよう無形財への投資もある。そこで、本章では、コーポレート・ファイナンスの研究分野で論じられてきた、企業年金と母体企業の投資決定の関係性について要約する。

キーワード：企業年金財政、投資決定、コーポレート・ファイナンス

* 本研究は、平成29年度厚生労働科学研究費補助金（政策科学総合研究事業(政策科学推進研究事業)）「公私年金の連携に注目した私的年金の普及と持続可能性に関する国際比較とエビデンスに基づく産学官の横断的研究」（H29-政策-一般-002）の一環として実施した。

1 コーポレート・ファイナンスから見た企業年金

1. 1 企業年金財政と母体企業の投資決定

コーポレート・ファイナンスの研究分野では、企業年金財政の悪化が資金制約となつて、母体企業の設備投資意欲を阻害する可能性、すなわち過少投資問題がたびたび指摘されてきた。

すなわち、将来のキャッシュフローの源泉でもある設備投資や研究開発投資等に必要な資金の一部を、DB 年金への拠出に回さざるを得ない事態が発生した場合、とりわけ厳しい資金制約に直面する企業にとって、DB 年金への追加的な資金拠出は深刻な過少投資の可能性が生じる。

このように、企業年金財政と母体企業の投資決定の関係については、会計上の積立不足や追加拠出の可能性といった企業年金財政上の問題が、母体企業の投資決定上の資金制約となる可能性が議論されてきたのだが、近年の研究では、逆の因果関係の可能性も指摘されている。

すなわち、企業の投資決定に対する経営者の考え方が、会計上の操作や DB 年金への拠出行動を通じて、企業年金財政や年金資産運用に影響を及ぼすという考え方である。たとえば、Chaudhry et al. (2017) は、米国企業と英国企業を対象に、母体企業の経営者が意図的に DB 年金を積立不足状態にする可能性を論じている。

Chaudhry et al. (2017) によれば、意図的な積立不足の理由として、母体企業の新規投資のための財務的な余裕 (Financial Slack) を確保することをあげている。さらに、Chaudhry et al. (2017) は、そうした新規投資、とりわけ研究開発投資が、必ずしも母体企業の市場価値を高めているわけではなく、むしろ、経営者による非効率な投資を誘発している可能性を指摘している。この議論は、企業年金財政と過大投資問題を論じたものであり、Rauh (2006) をはじめとする、企業年金財政と過少投資問題との関連性を論じた研究とは対照的である。

1. 2 退職給付会計の影響

基本的な考え方として、退職給付債務から年金資産を控除した額がマイナスで

ある場合（以下、会計上の積立不足）の場合には、原則として、その金額を母体企業の負債に計上することが求められるので、企業財務の観点からは、それは大きな重荷になる。このような制度的背景もまた、企業年金財政と母体企業の投資決定が直接的な関係性をもつことになる理由である。

2000年4月以降、日本企業に対して適用が開始された退職給付会計基準では、退職給付債務から年金資産を控除した額が会計上の調整を経て、母体企業の貸借対照表に退職給付負債として計上されることになり、それまでは認識されなかった巨額の隠れ債務が顕在化することになった。

退職給付会計基準導入以前は、企業年金に関しては、企業が掛金として実際に拠出した金額を各会計年度の費用として計上するだけで、貸借対照表上に負債認識する必要はなかった。また、退職一時金に関しても、每期、退職給与引当金繰入額が費用認識されるとともに、その相手勘定項目として貸借対照表に退職給与引当金が負債計上されていただけであり、その金額は将来の退職一時金支払い額の割引現在価値とは異なるものであった。

したがって、退職給付会計基準の導入により、母体企業の財務と企業年金財政とが明示的に結合されることになり、その結果、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。

2 企業年金財政の悪化が母体企業の投資に与える影響

2.1 レガシーコスト

DB 年金を有する企業は、現役および退職従業員の退職後所得に対する責任がある。これは一般に、「レガシーコスト」と呼ばれるもので、その大幅な負担増は、母体企業の将来の利益やキャッシュフローといったファンダメンタルズに対して、好ましくない影響をもたらす可能性がある。

母体企業の投資決定が、いわゆる「レガシーコスト」に引きずられ、研究開発や新しい人員雇用などの「将来に向けての投資」に負の影響を及ぼし企業業績を

低下させているのであれば、それは企業本来の活動を阻害しうる要因だといえる。将来に向けての投資にとって必要な資金の一部を、企業年金への拠出に回さざるを得ない事態が発生するならば、それはその企業の将来の利益を食いつぶすことになりかねない。

2. 2 既存研究

最近の研究では、Rauh (2006) や佐々木 (2006)、Campbell et al. (2012) らが、DB 年金への追加拠出の可能性が、母体企業の投資行動に与える影響について実証的に検討している。さらに、Franzoni and Marín (2006) や柳瀬・後藤 (2011) らは、こうした追加拠出の投資行動への負の影響が母体企業の株主価値に与える影響について論じている。

追加拠出が投資行動に与える影響については、たとえば、Rauh (2006) が、米国企業と企業年金制度の大規模データを用いて、強制拠出 1 ドルに対して、0.6 ドルから 0.7 ドルの設備投資の低下がみられることを明らかにしている。こうした実証的証拠にもとづき、Rauh (2006)は、設備投資に必要な資金の一部を DB 年金への拠出に回さざるを得ない事態が発生するならば、とりわけ厳しい資金制約に直面する企業にとって、DB 年金への追加的な資金拠出が深刻な過少投資問題を誘発する可能性があることを論じている。

さらに、Campbell et al. (2012) は、強制拠出の増加に伴って、母体企業の資本コストが上昇することにより、企業の投資が減衰することを実証的に検討している。同様の問題意識のもと、佐々木 (2006) は、退職給付債務による投資抑制効果について、2002 年度の東証一部上場の一般事業会社を対象に実証的に検討している。その結果、退職給付債務から年金資産を控除したネットの退職給付債務には、投資機会の純現在価値 (NPV) がプラスの投資を抑制する効果、すなわち過少投資効果があることを確認している。

3 企業の投資決定に対する経営者の考え方の影響

3.1 近年の研究

企業年金財政と母体企業の投資決定の関係については、会計上の積立不足や追加拠出の可能性といった企業年金財政上の問題が、母体企業の投資決定上の資金制約になりうるという因果関係が論じられてきた。その一方で、近年の研究によれば、逆の因果関係の可能性も指摘されている。すなわち、企業の投資決定に対する経営者の考え方が、会計上の操作や DB 年金への拠出行動を通じて、企業年金財政や年金資産運用に影響を及ぼすという経路である

Chaudhry et al. (2017) は、母体企業の経営者が意図的に DB 年金を積立不足状態にする可能性について、米国企業と英国企業を対象とした実証分析を行っている。彼らは、新規投資を目的として、母体企業が財務的な余裕を確保するために、意図的な積立不足を選好する可能性があることを論じている。そのうえで、Chaudhry et al. (2017) は、こうした新規投資、とりわけ研究開発投資が、必ずしも母体企業の市場価値を高めているわけではなく、むしろ、経営者による非効率な投資を誘発している可能性を指摘している。

この議論は、過大投資問題の関係性を論じたものであり、企業年金財政が過少投資問題を誘発するという議論を展開する Rauh (2006) をはじめとする既存研究とは対照的であり、興味深い。それではなぜ、意図的な積立不足が、経営者による過大投資問題を引き起こすのだろうか。

3.2 内部資金的な性格をもつ資金調達

コーポレート・ファイナンスでは、経営者にとって、借入金や株式発行のような外部資金よりも内部資金のほうが使い勝手が良いという議論がある。というのも、外部資金のような資金提供者、例えば株式市場からのモニタリング圧力が存在しないからである。このことは、経営者が、株主価値を毀損するような非効率な投資を行ってしまうという、いわゆる、過大投資問題を誘発することになる。

ここで、DB 年金の積立不足という状態は、従業員からの長期継続的に低コス

トでの資金調達を許容している状態と解釈することができる（Ippolito (1985) ほか）。そして、DB 年金の加入者たる従業員は一般に長期継続的な勤務を前提としており、かつ、企業年金ガバナンスが未成熟な状況下においては、従業員からの経営者へのモニタリング圧力も脆弱である。その意味において、積立不足という状態は、内部資金的な性格をもつ資金調達であると考えられ、経営者による過大投資問題を誘発する可能性がある。

3. 3 経営者の私的情報の市場価値

なお、企業の投資決定に対する経営者の考え方が企業年金政策を介して企業年金財政に影響を及ぼすという経路については、経営者の私的情報の市場価値という観点から検討した研究もある。たとえば、Goto and Yanase (2016) は、母体企業の経営者が抱く将来の成長機会への見込み、すなわち私的情報が、企業年金政策に反映し、その結果、企業年金財政に影響を与えている可能性を論じている。彼らは、年金資産の積立率が、将来の経営状態に対する経営者の私的情報を反映し、その結果、ファンダメンタルズや株式リターンに影響を及ぼす可能性を指摘している。というのも、積立率は、年金資産の価格変動や金利変動のみならず、経営者の自発的な抛出行動の影響を受けるからである。

要するに、DB 年金の積立ルールの範囲内で、積立政策に関する経営者の自由裁量が働く余地があるため、積立率そのものが経営者の有する企業の将来の収益性に関する私的情報をシグナルする可能性があることを論じている。

4 結語

本研究プロジェクトの中核的テーマは、公私年金の連携に注目した私的年金の普及と持続可能性の検証である。公的年金と異なり、私的年金の中核をなす企業年金は、その設立と運営を担う事業主（母体企業）の持続的な存続がその前提となる。そして、（母体）企業の持続的発展の基礎となるのは、将来のキャッシュフローを創出するための投資である。このような投資には、設備投資のような有形

財への投資もあれば、研究開発支出のよう無形財への投資もある。そこで、本章では、コーポレート・ファイナンスの研究分野で論じられてきた、企業年金と母体企業の投資決定の関係性について要約した。

参考文献

- [1]. Campbell, J.L., D.S. Dhaliwal, and W.C. Schwartz, Financing Constraints and the Cost of Capital: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, *Review of Financial Studies* 25(3), pp.868-912, 2012.
- [2]. Chaudhry, N, H.H. Au Yong, and C. Veld, How does the Funding Status of Defined Benefit Pension Plans Affect Investment Decisions of Firms in the United States?, *Journal of Business Finance and Accounting* 44(1-2), pp.196-235, 2017.
- [3]. Franzoni, F., and J. Marín, Pension Plan Funding and Stock Market Efficiency, *Journal of Finance* 61(2), pp.921-956, 2006.
- [4]. Goto S., and N. Yanase, The Information Content of Corporate Pension Funding Status in Japan, *Journal of Business Finance and Accounting* 43 (7-8), pp.903-949, 2016.
- [5]. Ippolito, R.A., The Labor Contract and True Economic Pension Liabilities, *American Economic Review* 75(5), pp.1031-1043, 1985.
- [6]. Rauh, J.D., Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, *Journal of Finance* 61(1), pp.33-71, 2006.
- [7]. 佐々木隆文「退職給付債務と企業の投資行動」『金融経済研究』No. 23, pp. 65-85, 2006年.
- [8]. 柳瀬典由・後藤晋吾「企業年金財政と株式リターン」『現代ファイナンス』No. 30, pp.3-26, 2011年.

