

1. 本博士論文の目的

1.1 我が国企業の退職給付制度

周知のように、我が国企業においては、確定給付型の退職給付制度が広く採用されてきた^{注1}。我が国企業の退職給付制度は、戦前より退職一時金制度が主流であったが、1962年に税制適格年金、1965年に厚生年金基金の設立がそれぞれ可能になり、大企業を中心に退職一時金制度からの移行が進んだ。そして、これらの制度は、1960年代、1970年代を中心に導入された後は見直されることも少なく、永らく我が国企業の退職給付制度の中核を占めてきた。充実した確定給付型退職給付は、年功序列型賃金と相俟って、従業員の長期勤続を促し、我が国大企業の雇用制度を特徴づけてきた。

しかし、このような状況は近年、大きく変容しつつある。2001年3月期からは退職給付会計が導入され、発生主義により退職給付に関わる費用が毎期計上されるようになった。つまり、それまでは年金への現金流出分や退職金の引当金計上分しか認識されていなかった退職給付に関わる費用や債務が発生主義に基づき包括的に計上されるようになった。より具体的には、従業員の毎期の貢献に対応する将来の退職給付の現在価値が勤務費用という形で費用認識され、これに既存の退職給付債務の機会費用(利息費用)と未認識債務の償却額を加え、年金資産から期待される運用収益を差し引いたものが退職給付費用として計上されることになった。また、既に発生した退職給付債務は将来の昇給率等をも考慮したPBO(Projected Benefit Obligation, 予測給付債務)ベースで評価され、ここから年金資産、及び未認識債務を差し引いたものが退職給付引当金として、企業のバランスシートに計上されることになった^{注2}。その一方で、2000年以降の日本株の大幅な下落等により年金資産が大幅に目減りした。また、超低金利の持続は退職給付債務を求め際の割引率低下に繋がり、退職給付債務の増加に繋がった。結果として、退職給付債務と年金資産との差額である積立不足が大幅に拡大し、日本企業の収益、資本構成を大きく圧迫するようになった。つまり、退職給付会計の導入、年金資産の下落、退職給付債務の拡大が同時並行で推移することにより、確定給付型の退職給付制度は企業財務上、大きな経営問題として認識されるようになったのである。

1.2 本博士論文の問題意識

このような財務上の問題は、経営者が決定する投資行動やディスクロージャーのあり方、或いは投資家の評価に大きな影響を及ぼしていると言われている。退職給付債務が財務上の足枷となり、企業の投資行動を制約しているとの批判がある一方、退職給付会計では経営者の裁量が大きいことから、会計情報の比較可能性に悪影響を及ぼしているとの批判も根強い。このような経営者行動への影響に加え、巨額の退職給付債務に対して投資家が非常に厳しい評価を行っているとの懸念もある。以上のような企業財務面の負担は確定給付型の退職給付制度を見直す大きな原因の一つとなっている^{注3}。とりわけ、企業財務上の負担が大きい確定給付型退職給付から企業財務上の負担が小さい確定拠出型退職給付への移行が大きな関心を集めている。

他方、退職給付制度は企業財務のみならず、企業の人事・報酬制度としても重要な意味を持つ。花枝(2002)が指摘するように、退職給付債務と有利子負債の本質的な違いは、前者においては資金提供者が自らの行動を通じて、債務を担保する将来のキャッシュフローに影響を与えることである。そして、確定給付型の退職給付制度は長期勤続を促進する効果があるとされており、企業特殊的技能の重要性が高い場合に有効な制度と論じられてきた^{注4}。その一方で、昨今のIT革命の進展は、市場化の進展、モジュール化の進展により、企業特殊的技能(firm specific skill)の重要性を低下させていると言われている。例えば、市場化の進展は、労働市場におけるサーチコストを低下させ、サーチコストの存在ゆえに企業特殊と見られていた技能の価値を低下させる可能性がある。つまり、市場の不完全性により企業と長期的な雇用関係にあった従業員の流動化を促す効果がある。また、モジュール化の進展は、複雑な技能が要求されていた業務を汎用化することにより、当該業務の流動性を高める効果があるとされている。換言すれば、販売、経営管理、開発、製造など企業の事業活動の各領域で必要とされてきた技能についてモジュール化が進展することにより、企業特殊の技能が必要な職場を少なくしたと言われている^{注5}。IT化により企業特殊の技能の重要性が低下してきたとの認識は、前述の財務面への影響拡大と相俟って、確定給付型の退職給付制度を見直す要因となってきた。

以上のように、我が国企業の退職給付制度は、企業財務上への影響の拡大、IT革命による人的資本の変質、企業年金法の改定による選択肢の拡大により、大きな転換点を迎えている。実際、企業は財務面への負担を緩和するために、退職給付債務を減らすような方向、つまり、確定給付型退職給付を縮小、廃止する方法で退職給付制度の見直しを進めている。そしてその背景には、巨額の積立不足が企業財務を圧迫していることや、IT革命により企業特殊の技能の重要性が低下してきたとの認識がある。確かに、業種を問わず殆どの大企業で確定給付型の退職給付制度が採用されてきたことを踏まえると、昨今の退職給付制度の見直しは、確定給付型退職給付の必要性が低い企業で同制度が採用されてきたという非効率を是正する動きという一面はあろう。固定的な制度の下で人的資本面からのメリットが弱いにもかかわらず企業財務への負担が大きい確定給付型退職給付を採用してきた非効率の是正には確かに意義がある。しかし、その一方で、財務面への影響のみを重視した制度の見直しは、本来、確定給付型退職給付の必要性が極めて高い企業において、同制度が廃止、縮小されていくという新たな非効率を生み出している可能性もある。更には、IT化が技能の汎用化という方向のみの影響をもたらすとの認識も危険であろう。なぜなら、モジュール化が可能なのは、デジタル化が可能な技能のみであり(小池, 1999, 中馬, 2001a)、逆に、IT化の進展は、ホワイトカラー、生産現場の労働者双方において、アナログ的な問題解決能力の必要性を高めているとの指摘もあるからである^{注6}(Levy and Murnane, 1996, 中馬, 2001a, 2001b, 阿部, 2001a)。技能の本質とは、従業員によってアナログ的にしか保有されない生産活動のための知識やノウハウである^{注7}(中馬, 1999)、IT化の下では定型的な業務は競争力の源泉とはなり得ず非定型的な業務こそが競争力の源泉としてより重要になってくる(阿部, 2001b)。そして、そうした技能の重要性はIT化の進展により不確実性への問題解決能力が高度化するなかで高まっている可能性がある^{注8}(小池, 1999)。

以上で論じてきたように、企業の退職給付制度見直しは財務上も人事上も極めて重要、かつ喫緊の経営問題であるが、その重要性に比して、拙速な議論が多いのが実情である。特に、確定拠出型退職給付を是、確定給付型退職給付を非とする拙速な主張は総じて実証的な論証に乏しい。財務上の影響拡大は、経営者が決定する投資行動に実際にどのような悪影響を与えているのであろうか。また、経営者のディスクロージャー行動にどのようなバイアスをもたらしているのであろうか。更には、退職給付債務は実際に投資家の評価にどの程度影響しているのであろうか。また、IT革命、モジュール化という流れの中で、確定給付型退職給付制度による企業特長的技能の蓄積効果の意義は本当に低下しているのであろうか。

1.3 本博士論文の目的

以上のような論点に関し、退職給付に関する先行研究は必ずしも十分な回答を用意していない。そして、このことが我が国企業の退職給付制度の拙速な見直しの遠因となっている可能性がある。とりわけ、我が国においては、退職給付制度が厚生年金基金制度をはじめとして極めて複雑であること、退職給付会計が導入されるまでは広範囲なサンプルに対して関連データを収集することが困難であったことから、退職給付が経営者行動や投資家行動、そして従業員行動に与える影響について経済学的な分析は極めて少ない。つまり、企業経営上の重要性に比して、経営判断の基準となりうる説得的な論証が少ないのが実情である。また、米国を中心とした海外の先行研究においても、本博士論文の問題意識に対し、必ずしも明確な結論は得られていない^{注9}。

以上のような問題意識に立ち、本博士論文では経営者行動、投資家行動、従業員行動、各々について、確定給付型退職給付制度が及ぼす影響を実証的に検証する。より具体的には、企業経営の経済効率性という視点から、企業金融論、労働経済学などの関連理論を退職給付に援用し、理論的な考察を行った後に実証的な分析を行う。これにより、先行研究で残されている研究課題について検討を試みるとともに、実務上の経営課題に対するインプリケーションをもたらすことを目的としている。尚、ここで企業経営の経済効率性とは、抽象化して言えば、機会費用を上回る付加価値(準レント)を最大化する企業行動を指す^{注10}。そのためには、効率的な投資行動、資本コストの抑制、従業員の貢献が必要になってくる。仮に、退職給付債務の存在が経営者の投資行動に悪影響を及ぼすのであれば、NPVがプラスの投資機会に対する過少投資やNPVがマイナスの投資機会に対する過剰投資により、準レントが最大化されない。そして、こうした非効率性は、分配可能な準レントを減少させ、他の投資家の貢献に対する外部効果の源泉となりうる。また、退職給付債務の内容が十分に分析できないことやディスクロージャの歪みが株式の資本コスト(資本の機会費用)を高める可能性もある。換言すれば、投資家の限定合理性に起因する追加的な資本コストである。更には、確定給付型退職給付では運用リスクなどにより株主のリスク負担が高まり、資本コストが高まる可能性もある。なぜなら、株主はリスク負担という企業への貢献が高まることに対し、追加的なリスクプレミアムを要求し自らの貢献に関する外部効果を是正するからである。他方、確定給付型退職給付は、従業員による長期勤続へのコミットメントとなり、企業による企業特長的技能へのトレーニングを促す一方、双方向の非対称情報(bilateral asymmetric information)の下で生じる、非効率な転職、レイオフを抑制する効果がある。結果として、準レントが増加する可能性がある。

勿論、退職給付は従業員の生活保障など、企業の経営効率性以外の観点も重要である。例えば、退職給付はリスク回避的な従業員の老後の保障という観点からも重要であるし、税制面で優遇された貯蓄手段という側面もある。更には、退職給付運営にかかわる様々なコストを企業が一括管理することで従業員の負担を低減させる効果もある。そうした中、本博士論文が企業経営の経済効率性という観点から退職給付の評価を行う理由は以下の通りである。第一に、上記のような生活保障による従業員の効用の変化は、従業員行動を通じて企業経営の経済効率性に影響すると考えられるからである^{注11}。例えば、確定給付型退職給付の下での運用リスク負担からの解放は従業員の事前の行動と事後の成果との間に存在する不確実性を低下させ、事前の努力水準を高める可能性がある^{注12}。また、退職給付に対する税制面の優遇は報酬体系全体の節税効果を高める。更には、退職給付のために費やす時間が減ることで、仕事に集中できる効果も考えられる。第二に、退職給付と企業の経済効率性との関係は、企業財務、要素技術、双方の構造変化により喫緊の経営問題となっており、こうした問題に対する示唆を実証的に得ることには大きな意義があると考えられるからである。とりわけ、近年のIT革命によるモジュール化の進展が、企業特長的技能の重要性とこれを推進する確定給付型退職給付の意義を低下させたか否かを実証的に明らかにすることは、今後の企業の退職給付制度見直しにとって有益なインプリケーションをもたらすと考えられる。第三に、上記のような従業員の厚生からの視点はデータの制約から実証的に検証することが困難であることが挙げられる。第四に、退職給付により従業員の効用が担保されるためには、長期安定的な退職給付制度が必要であり、そのためには退職給付制度の維持を担保する企業経営の経済効率性が必要であることも理由として挙げられる。以上の理由から、本博士論文では企業経営の経済効率性という観点から、確定給付型退職給付制度の是非を論じる。

確定給付型退職給付が経済効率性に与える影響は、経営者行動への影響という観点からは、投資行動の効率性、ディスクロージャーの効率性から、経済効率性に影響する。このうち、投資行動に関しては、NPV(正味現在価値)がプラスの投資機会全てに投資し、NPVがマイナスの投資機会には投資しないことが経済効率性を高めるが、本博士論文の2章では、退職給付債務は経営者の投資行動を歪めることが明らかにされた^{注13}。また、3章の分析では、退職給付会計における経営者の裁量の大きさが、利益管理に繋がっている可能性が示唆された。このようなディスクロージャ上の問題は、投資家が認識する不確実性を高め、企業価値を低下させる可能性がある。4章の分析では、ディスクロージャ上の問題や投資家の限定合理性が退職給付債務の変動性と相俟って、企業の資本コストを高めること、換言すれば資金調達面での経済効率性を低下させる可能性が示される。以上の経営者行動や投資家行動を通じた影響とは対照的に、従業員行動への影響という観点からは、確定給付型退職給付は経済効率性を高める。5章の分析では、確定給付型の退職給付制度が企業特長的技能(firm specific skill)の蓄積を通じて、生産性を高めることが示される。昨今、我が国企業では確定給付型の退職給付制度を見直す動きが加速化しているが、企業は本博士論文の2~4章で論じたような財務上のデメリットと5章で論じたような報酬制度としてのメリットが自社にとってどのような意味を持つのかを熟慮した上で退職給付制度の見直しを進めるべきであろう。

2. 各章の位置づけと貢献

ここでは、本博士論文の各章が関連する先行研究や実務上の課題に対して、どのような貢献をしているのかを相互の関連性も踏まえて整理する。

2.1 退職給付と経営者行動

本博士論文の第2章、第3章は経営者行動に関するものである。まず、2章では、退職給付債務が経営者の投資行動に与える影響について分析する。負債と投資行動との関係は、企業金融理論における主要なトピックの一つであり、これまでに多くの理論的、実証的研究が行われてきた。負債と投資行動との関係は理論的には、デットオーバーハング(Myers, 1977)、或いは資産代替などの負債のエージェンシーコスト(Jensen and Meckling, 1976)及びそうしたコスト等から生じる内部資金制約(financial constraints)を強めることから過剰投資を抑制する可能性がある一方、私利私欲追求の源泉となるフリーキャッシュフローを抑制することから過剰投資を抑制する可能性もある注14(Jensen, 1986)。つまり、負債の存在はどの企業に対しても投資を抑制するが、投資機会のNPVがプラスの企業では過剰投資というコストになり、投資機会のNPVがマイナスの企業では、過剰投資抑制というベネフィットになる。このため、企業価値を高めるためには、メカニズムデザインの観点から負債水準を決定することが重要にもなってくる(Hart and Moore, 1995)。こうした議論に関連し、企業の投資行動が非対称情報によるコストがかからない内部資金により制約されることはFazzari, Hubbard, and Petersen (1988)を嚆矢として、数多くの実証分析で示されている注15。また、Lang, Ofek, and Stulz (1996)は、キャッシュフローの中でも負債による制約が投資を抑制する効果が強いことを示した。また、負債と企業価値との関係を実証的に分析したMcConnell and Servaes (1995)では、成長企業では負債が企業価値にマイナスの影響を及ぼす一方、成熟企業では企業価値にプラスの影響を及ぼすことを実証的に示している。更には、Lang, Ofek, and Stulz (1996)は直接的に負債と投資行動との関係を分析し、負債が投資を抑制する効果は投資機会のNPVが小さい企業にのみ見られることを実証的に示した。つまり、過剰投資効果は認められず、経営者行動への規律づけ効果のみが認められることを示した注16。

しかし、これらの分析では、負債として社債などの有利子負債が暗黙的に想定されており、退職給付債務は明示的に考慮されていない。現在の日本企業のバランスシートでは退職給付債務の存在感が大きくなってきており、日本企業を対象に負債と投資行動との関係を分析する上では退職給付債務も考慮することが重要と考えられる。退職給付債務は、債務額が可変的な性質を持つこと、状況によってはデフォルト前に経営者の裁量で債務を減額できるという点で、社債などの有利子負債と異なる性質を持っている。このような性質を持つ退職給付債務と経営者行動との関係を分析することは企業金融理論にとって重要な意味を持つと考えられる。退職給付債務特有の性質に考慮しつつ、投資行動への影響を明らかにしたことが本稿の貢献の一つである注17。

2章のもう一つの貢献は事業別セグメントデータを使うことにより、因果関係の問題に対処しつつ、退職給付債務を含む負債と投資行動との関係を明らかにした点である。負債が投資行動に及ぼす影響を精緻に検証するためには、逆の因果関係の問題に慎重に対処する必要がある。しかし、実証的には、Lamont(1997)が指摘するように、操作変数法による解決も難しい。なぜなら、投資機会に関する情報を含有せずに、資本構成やキャッシュフローを説明する操作変数を見つけることは極めて困難であるからである注18。Lamontはこのような問題意識に立ち、投資機会とは関連しない外生的なショックが投資行動に与える影響を抽出することにより、キャッシュフローが投資に与える影響を慎重に検証した。前述のLang, Ofek, and Stulz (1996)もLamont(1997)のアイデアを踏襲し、逆の因果関係が副業よりも本業で強くなることに着目し、負債が投資行動に与える影響を抽出している。本章はLang, Ofek, and Stulzにならぬ、本業と副業とにおける負債と投資との関係の強弱を比較することにより、因果関係の問題に対処している。日本企業を対象にこのようなアプローチで分析を行ったのは本章が初めてであり、因果関係の問題に十分に対処しつつ、退職給付債務を含む負債と投資行動との関係を明らかにしたことが本章の第二の貢献である。

3章では退職給付が経営者のディスクロージャー行動に与える影響を分析する。利益管理(earnings management)は実証的会計研究において最も重要なトピックの一つであるが、経営者の裁量が大い退職給付会計も利益管理の温床となりやすい注19。とりわけ、割引率の選択は退職給付にかかわる費用、負債の数値に大きく影響するため、恣意性が介在しやすい。実際、米国企業の退職給付会計上の開示状況を分析したKwon (1994)、Gopalakrishnan and Sugrue (1995)、Godwin, Goldberg, and Duchac (1996)では、利益率が低い企業の経営者が退職給付会計で高い割引率を採用し、退職給付費用や退職給付債務を小さく見せようとする傾向が示唆されている。また、Obinata (2000)はSEC基準で決算を発表している企業を対象に、日本企業でも同様の傾向が見られることを検証した。しかし、Obinata (2000)が対象としているのはSEC基準で決算を発表している20数社のみであり、我が国の退職給付会計における割引率選択の問題を扱ったものではない。我が国の退職給付会計における割引率の選定方法では過去数年の金利動向を考慮することができ、米国以上に割引率選択の裁量が大いとも考えられる。2001年3月に導入された我が国の退職給付会計における割引率の選定による利益管理の可能性を広範なサンプルを対象に検証したことが本章の第一の貢献である。

また、受給権の確立が遅れている日本企業の退職給付制度では、米国企業と異なり、退職給付債務が確定的な債務とは言えない状況にある。実際、経営状態が悪くなった企業を中心に給付減額や、実質的に給付減額となる退職給付制度の見直し相次いでいる注20。更には、我が国企業では、代行返上によっても債務額は変動するという特殊要因もある。なぜなら、代行返上を行う際に国に返上する最低責任準備金の算出方法は退職給付会計上の債務と異なるからである。以上のような理由から、我が国企業の退職給付会計上の退職給付債務は確定した債務とは言い難いのが現状である。他方、通常の債務の評価では、不確実性の高い債務は高い割引率で債務額が求められる。退職給付会計では退職給付債務については安全性が高い債務として扱うことを要求しているが、割引率に一定の裁量があることから、上記のような債務の不確実性が割引率に反映される可能性も否定できない。米国企業を対象とした先行研究では、退職給付の受給権がERISA法により明確に担保されていることもあり、このような問題意識に根ざした研究は行われていない。こ

のような会計上の退職給付債務の不確実性が割引率選定に影響しているかどうかを検証したことが本稿の第二の貢献である。

2.2 退職給付と投資家行動

企業財務における退職給付債務の拡大は、経営者行動のみでなく、株式市場における投資家行動にも影響を与えうる。4章ではこの点を検討する。退職給付会計に関する情報は、年金数理に基づく各項目の算出方法が複雑であることから、投資家がどこまで企業評価に組み入れられるかという問題も発生する。米国企業を対象とした先行研究では、Feldstein and Seligman (1981)、Feldstein and Morck (1983)、Bulow, Morck, and Summers (1987)、Whampller (1994)などで未認識分も含めて評価されていることが示されている注21。他方、我が国企業では、退職給付会計導入から日が浅く、退職給付会計に対する投資家の理解が進んでいなかったことから、米国での実証結果と異なる傾向が得られる可能性がある。より具体的には、バランスシートに載っていない未認識債務について十分に評価できていなかった可能性がある。日本企業においては、超低金利の持続、株価の下落により償却余力を上回る積立不足が発生したことで未認識の退職給付債務が高い水準にあることを踏まえると、この問題は非常に重要である。しかしながら、筆者が知る限り日本企業を対象とした検証は行われていない。この点を実証的に検証したことが本稿の第一の貢献である。

また、上記の先行研究では、退職給付債務と有利子負債との間で投資家の評価に差異があるか否かについては検討されていない。退職給付債務は、債務額が事後的に変化することから、株主に帰属するキャッシュフローを不確定にする。また、年金数理に基づく退職給付会計の開示項目は算出過程が複雑であり、分析のために相応のコストが生じるし、3章で示したように利益管理の温床ともなりやすい注22。このような退職給付債務の特性は、投資家が認識する不確実性を高めることで、有利子負債と異なる評価に繋がる可能性がある注23。我が国企業の負債構成において退職給付債務の比率が高くなっていることや、退職給付債務を減額する方向で退職給付制度の見直しが相次いでいることを踏まえると、退職給付債務と有利子負債との間で投資家の評価にどのような差異があるのかを検証することは実務上も有益なインプリケーションをもたらすと考えられる。この点が本章の第二の貢献である。

更には、我が国における退職給付会計においては、代行部分の取り扱いという我が国特有の問題がある。厚生年金基金制度を採用している企業では、公的年金の一部も併せて運用されている。所謂、代行部分である。退職給付会計導入時には、代行部分に関する責任が明確でなかったこともあり、他の退職給付債務と同様に扱われることになったが、その後の法制度の改正により、代行部分に関しては、最低責任準備金相当額が企業の責任であることが明文化された。この最低責任準備金相当額は厚生年金本体の利回り等をベースに算出され、退職給付会計上の代行部分の退職給付債務に比べて小さくなるケースが殆どである注24。このような状況から、代行部分に関する会計処理の見直しは実務上極めて大きな問題となっているが(厚生年金基金連合会, 2004)、会計基準は未だに修正されていない。しかし、合理的な投資家は、そのような債務の過大計上を認識した上で退職給付債務を評価している可能性がある。実務上、極めて重要な問題でありながら、実証的な検証が皆無であった代行部分への評価について検証したことが本稿の第三の貢献である。

2.3 退職給付と従業員行動

2～4章で論じられたように、確定給付型退職給付は企業財務への負担が大きいため、経営者による投資行動やディスクロージャー行動、そして株式市場の投資家による評価に対し悪影響をもたらす。このため、確定給付型の退職給付制度が採用されるためには、こうしたデメリットを上回るベネフィットがあるか否かを検証することが肝要であろう。退職給付制度は、従業員から見れば、報酬制度の一部であり、従業員の行動に重要な影響を及ぼす。とりわけ、確定給付型退職給付制度が報酬制度として注目されるのは長期勤続を促す効果により、企業特殊な技能へのトレーニングを積極化させる可能性がある点である。確定給付型退職給付のこのような役割はBecker (1964)やHall and Lazear (1984)で論じられ、Dosey, Cornwell, and Macpherson (1998)により実証的に検証されている注25。しかし、Dosey, Cornwell, and Macpherson自身が認めているように、退職給付と生産性との関係に関する実証分析では因果関係の問題が付随する。また、確定給付型退職給付制度による生産性効果が企業特殊な技能効果によるものなのか、キャピタルロスの脅威によるモラルハザード抑制効果(Lazear, 1979, 1981)によるものなのかは明らかになっていない。つまり、確定給付型退職給付と生産性との間にプラスの相関関係が確認できたとしても、そのチャンネルを特定化することは容易ではない。本稿の第一の貢献は、法改正により企業の退職給付制度見直しが活発化する前後のサンプルを用いることにより、因果関係の問題に一定の対処をしつつ確定給付型退職給付と生産性との関係を明らかにしたこと、第二の貢献は、確定給付型退職給付の生産性向上効果と産業特性との関係を分析し、確定給付型退職給付による生産性向上が企業特殊な技能というチャンネルによることを明らかにした点である。

他方、近年のIT革命の進展は、企業特殊な技能の必要な職場を減少させたと言われており、実際、人材の流動化のために確定給付型退職給付から確定拠出型退職給付へ移行する企業も少なくない。しかし、小池(1999)に見られるように、企業特殊な技能には統合化された知識に裏付けられた問題解決能力も重要であるし、中馬(2001a)が論じているように、IT化の進展はコード化しやすい職務のモジュール化をもたらす反面、コード化できないアナログ的な技能の重要性を高める方向にも作用している可能性がある。本稿の第三の貢献は、IT革命が進んだ後の新しいサンプルを対象に確定給付型退職給付と生産性との関係を示すことにより、現在においても企業特殊な技能とこれを促進する確定給付型の退職給付制度の重要性を示した点である。

3. 各章の主要な分析結果

以上では、先行研究の中での各章の位置づけや主要な貢献、相互の関連性について述べてきた。次に、各章の具体的な検証仮説と分析方法、分析結果について説明する。

3.1 退職給付債務と企業の投資行動

第2章では、まず、有利子負債とは異なる、退職給付債務特有の性質について議論する。具体的には、退職給付債務が債務の可変性、経営悪化時の債務額に対する経営者の裁量という点で有利子負債と異なることなどが論じられる。

次いで、そのような特有の性質が負債と投資行動との関係についてどのような影響を及ぼしうるかを論じ、検証仮説を提示する。そこでは、投資機会のNPVが高い企業では過少投資というコストとなり、投資機会のNPVがマイナスの企業では過剰投資抑制というベネフィットをもたらす有利子負債と異なり、退職給付債務は投資機会のNPVが高い企業にもマイナスの企業にも投資行動への影響という点ではベネフィットがない負債である可能性が論じられる。なぜなら、経営状態が良好な企業では債務額への経営者の裁量がなく、債務額の可変性が過少投資問題を助長する可能性がある一方、経営状態が芳しくなく債務額に対する経営者の裁量がある企業では過剰投資に対する規律づけ効果が弱まる可能性があるからである。

以上の仮説の検証は、投資行動を従属変数、負債構成を説明変数とした投資関数の推計により行う。投資関数の推計は投資機会のNPVによるサブグループ毎に行い、それぞれ過少投資効果と過剰投資抑制効果を検証する。サンプルは東証一部上場の3月決算の一般事業会社で日本基準で連結決算を公表している会社である。486社のサンプルを対象に2002年度期首の負債構成と2002年度の投資行動との関係を分析した。投資行動に関する変数としては、Lang, Ofek, and Stulz (1996)にならい、減価償却相当分を含まないネットの投資額を用いた。また、人的資本への投資も計測するため、従業員数の変化率を従属変数とした分析も行った。

分析結果は、投資機会のNPVが高いと考えられる企業では、退職給付債務が有意に投資を抑制する効果が確認できた。この結果は、投資機会のNPVがプラスである企業では、経営者の裁量による退職給付債務の削減が困難であり、退職給付債務の不確実性が直接的に影響してくるためにもたらされていると考えられる。なぜなら、経営者の裁量により退職給付債務を削減するためには、従業員の同意が不可欠であり、そのようなコンセンサスを得るためには経営状態の悪化など給付削減のための説得的な理由が必要だからである。投資機会のNPVがプラスで経営状態が良い企業ではこのような債務削減が困難であり、金利や運用成績の変動による債務の不確実性の影響がより明確になると考えられる。他方、投資機会のNPVが低い企業では対照的に、退職給付債務変数のパラメーターは全て有意ではなかった。つまり、退職給付債務に関しては、過剰投資抑制効果が見られないことが示された。この結果は、退職給付債務に関する経営者の裁量が規律づけ効果を弱めていることによりもたらされていると解釈できる。投資機会のNPVがマイナスで経営状態が不振に陥っている企業では、経営改善のために退職給付減額の合意が得られやすい。そのような企業では、退職給付債務はソフトな予算制約を持つ負債と捉えられ、経営者行動に対する規律づけ効果が弱まると考えられる。

但し、以上のような、退職給付債務と投資行動との関係は、逆の因果関係も含んでいる可能性もある。Lamont(1997)が指摘するように、本稿で用いたような生産関数の推計では、投資機会に関する完全なコントロールを行うことが難しい。投資関数に用いられるQは情報劣位にある外部者の評価が反映される投資機会であり、投資情報に関する情報が完全に含まれていない可能性がある(Lamont, 1997)。そのような場合には、Qでコントロールされない投資機会に関する情報が負債変数と投資額の双方に含まれる可能性があり、推計で得られる負債と投資との関係は負債の内生性によってもたらされる可能性がある。なぜなら、通常、経営者は投資機会のNPVによらず投資を行うことを好む傾向があり、企業の所有者である既存株主は、投資機会のNPVを考慮し、負債による規律づけ効果と過少投資効果とのバランスから、最適な負債構成を選択すると考えることもできるからである(Hart and Moore, 1995)。本章では、このような因果関係の問題に対処するために、コア事業とノンコア事業の負債と投資との関係を分析したLang, Ofek, and Stulz (1996)の手法を踏襲した分析を行う。具体的には、既存株主にとって負債のメカニズムデザインの重要性がコア事業で強く、ノンコア事業で弱くなるべきことに着目し、コア事業に関わるセグメントとそれ以外のセグメントについて、資本構成と投資との関係を分析した。分析結果を見ると、投資機会のNPVが高い企業では、ノンコア・セグメントで退職給付債務変数のパラメーターが有意にマイナスとなる一方、コア・セグメントに関しては、全く有意な結果が得られなかった。前述のように、負債と投資との相関関係が、逆の因果関係(投資機会が負債に影響を及ぼす)によってもたらされているのであれば、コア事業において両者の相関が強まるはずである。この分析結果は、本稿の分析結果が逆の因果関係によってもたらされている可能性が低いこと、換言すれば、負債と投資との関係が負債の内生性ではなく、負債が投資に与える影響(過少投資効果)によりもたらされていることを示唆している。

以上のように、本章の実証分析では、退職給付債務は有利子負債に比べ、過剰投資抑制効果は弱い一方、過少投資効果が強いことが示された。過少投資効果は負債のコスト、過剰投資抑制効果は負債のベネフィットと捉えられるが、本稿の分析結果は、退職給付債務はベネフィットが小さく、コストが大きい負債であることを示唆している。

3.2 退職給付会計における割引率の決定要因

第3章の分析では、まず、退職給付会計に係わる会計基準における割引率の決定方法を検討し、経営者による利益管理の温床となりやすいことを会計基準と投資家の理解度の日米比較から論じる。まず、我が国の会計基準は、優良社債、国債利回りをベンチマークとしている点で、米FAS87と似通っているが、我が国における基準では、「一定期間の債券利回りの変動を考慮して決定することができる」という記述があり、米FAS87以上に、割引率選択における裁量は大きいことが論じられる。他方、我が国では退職給付会計の導入から日が浅く、投資家の退職給付会計に対する理解が不足気味であることを踏まえると、我が国企業では、米国以上に割引率選択における利益管理の問題が大きい可能性がある。なぜなら、退職給付会計で高めの割引率を設定することによる積立不足及び勤務費用の減少は、長期的には将来の利息費用の増加によって相殺され、投資家が退職給付会計の全容を正しく理解した上で将来予測を行っている場合には、企業評価に影響しないからである。

東証一部上場の一般事業会社522社について、2000年度から2002年度の3年間を対象にした分析結果を見ると、将来発生する費用の代理変数である費用認識上の積立不足、或いは利益管理への誘因となる足下の利益率のパラメーターは殆どの推計式において有意にマイナスであった。この結果は、米国における先行研究やSEC基準で退職給付会計情報を開示していたObinata (2000)とも符合する結果である。つまり、経営

者が利益管理の観点から、高い割引率を選択する傾向が示唆された。

次いで、本章では、我が国企業の割引率が利益管理のみでなく、会計上の退職給付債務の不確実性が含まれる可能性があることを検証する。我が国企業の会計上の退職給付債務は、給付引き下げ、基金解散、代行部分の返上、などにより減少する可能性が高い負債であり、そのような不確実性が割引率に影響している可能性もある。分析結果を見ると、債務の変動性の代理変数である資金繰り上のファンディング比率、代行部分の有無を示すダミー変数については、パラメーターが有意にマイナスとなった。つまり、退職給付債務の変動性が高い企業では高い割引率を選択する傾向が強いことが示された。この結果は、経営者が選択する割引率の水準に、会計上の退職給付債務額の不確実性という日本特有の問題が反映されている可能性を示唆している。

以上のように、本稿の分析結果は、我が国における退職給付会計上の割引率の差異には利益管理、及び会計上の退職給付債務額の不確実性が反映されている可能性を示唆するものとなった。このような結果を受け、本稿では経済的実体を反映し、経営者の恣意性を排除するような会計基準の整備等を提言する。

3.3 退職給付債務に対する投資家の評価

第4章では、まず債務額の変動性が株式市場における投資家の評価に与える影響を検証する。退職給付債務にかかわる契約は将来における様々な状況に対応して契約内容が定められている契約ではなく、企業と従業員との長期的関係による信頼により支えられている一種の暗黙的契約による債務と捉えられる(Ippolito, 1985a)。そのような暗黙的契約に基づく退職給付債務は、運用環境、金利変動、退職給付制度の見直しなどにより事後的に債務額が変動しうるが、そのような不確実性は、多くの場合、株主や債権者に帰属する将来のキャッシュフローを不確実にする。換言すれば、運用リスクや昇給リスクを負担することにより、追加的なリスクを負っている。このような追加的なリスク負担に対し、リスク回避的な投資家は高いリスクプレミアムを要求すると考えられるつまり、株主はリスク負担という企業への貢献に対する適正なリターンを要求する。株主に帰属するキャッシュフローの期待値が変化しなければ、株価は下落することになる。また、年金数理計算による退職給付債務は内容が複雑であり、分析のための労力などのコストがかかることから投資家の評価に影響する可能性もある。更には、退職給付会計の開示項目は経営者の恣意性が介在しやすく利益管理の温床ともなりやすいこと、投資家がそうした傾向を的確に把握するためには相応のコストが必要であることも影響する可能性がある。換言すれば、投資家の限定合理性による追加的なリスクプレミアムが生じる可能性もある。以上のような理由から、リスク回避的な投資家は、有利子負債よりも退職給付債務にネガティブな評価を行う可能性と考えられる。実証分析では、まずこの仮説を検証する。

東証一部上場の3月決算の一般事業会社539社について2000年度から2002年度の3年間のデータを用いた分析結果を見ると、退職給付債務は有利子負債よりも株価を低下させる傾向が強いことが確認できた。このような結果は、投資家が通常有利子負債よりも退職給付債務に対し、ネガティブな評価を行っていることを示唆している。この背景には、上記で論じたような退職給付債務の変動性や分析に要するコストが影響していると考えられる。

次に未認識債務への評価について分析を行った。退職給付会計では、数理計算上の差異、過去勤務債務、会計基準変更時差異等について費用の遅延認識が認められており、これらの未認識債務はバランスシートには載らず、注記事項として記載される。このため、投資家がバランスシートの負債のみを見ている場合には、これらの未認識債務は企業価値に評価されないことになる。分析結果を見ると、未認識債務のパラメーターは、2000年度は有意でなかったものが2001年度では統計的に有意になっている。更には、代行部分の影響を受けない企業では、2002年度においても統計的に有意な結果が得られた。この結果は、当初は未認識債務を十分に考慮していなかった投資家が徐々に未認識債務を企業評価に考慮してきたことを示唆している。

最後に、実務上極めて大きな問題となっている代行部分への評価を検証する。現在の退職給付会計では、代行部分についても退職給付債務の計算において他の部分と同様に扱われるが、代行返上が可能になり、返上しない場合でも厚生年金本体の利回りなどをベースとした最低責任準備金以上の責任を負わなくなった代行部分は、他の部分と異なる性質を持った債務と捉えることができる。そして、投資家はそのような状況をいち早く評価に織り込んでいた可能性がある。退職給付債務の中に代行部分が含まれている企業(単独・連合型基金を持つ企業)とそうでない企業にサンプルを分け、同様の分析を行うと、退職給付債務に代行部分が含まれる企業では、退職給付債務のパラメーターは2000年度、2001年度は有意であったものが、2002年度には有意でなくなっている。対照的に、代行部分を持たない企業に関する分析結果を見ると、退職給付債務のパラメーターは3年間とも統計的に有意であり、安定した傾向が得られている注26。これらの分析結果は、代行返上が可能になったことで代行部分に相当する退職給付債務への投資家の評価が変化したことを示唆している。

以上のように、本章の分析結果は、投資家が退職給付債務に対して厳しい評価を下していることを明らかにするとともに、未認識債務の存在、代行部分の影響など企業の会計方針によるバイアスを考慮して投資家が評価を行っていることを示唆するものとなった。

3.4 確定給付型退職給付と企業の生産性

第5章では、まず確定給付型の退職給付制度が企業特殊的技能の蓄積効果から、生産性を高めることが理論的に論じられる。具体的には、まず確定給付型の退職給付は、双方向の非対称情報(bilateral asymmetric information)の下で生じる。非効率な転職やレイオフを防ぐ効果がある反面、非効率な雇用、つまり過剰雇用に関わりやすいことが論じられる注27。非効率な転職、レイオフと非効率な雇用はトレードオフの関係になるため(Hall and Lazear, 1984)、確定給付型の退職給付が望ましいか否かは、現在勤務している企業における従業員の生産性と転職した場合の生産性の事後的な確率分布に依存することになる。このため、企業特殊的技能の重要性が高くレントが安定的に生成されている企業では確定給付型の退職給付のベネフィットが大きく、企業特殊的技能の重要性が低い企業では過剰雇用に関与する可能性が高いと考えられる。

分析は、確定給付型の退職給付制度の充実度に関する代理変数を生産関数に取り入れることにより行う。特に、企業特殊的技能の役割に関しては、製品の製造プロセスが複雑であり、熟練が必要な行程が多い加

工業業における影響を注視することにより分析を行う。生産関数の推計では、退職給付変数と加工産業か否かを示すダミー変数との交差項を導入することにより、企業特殊的技能蓄積による生産性向上効果を検証する。サンプルは、東証一部上場の製造業の中で、3月決算会社で決算期変更や合併による影響がない企業である(398社)。分析期間は2001年度から2003年度の3年間であり、データ数は1194である。このデータについて、2001年度を対象としたクロスセクション分析と2001～2003年度を対象としたパネル分析を併用する。パネル分析のみでなく、2001年度のクロスセクション分析を行う理由は、2000年度以前は企業年金法改善以前であることや基金の解散等が少なかったことから退職給付制度は時系列的に不変(time invariant)な変数であったためである。このため、逆の因果関係の可能性をある程度排除しつつ分析を行うことができる。また、固定効果モデルではパネルの期首時点におけるクロスセクショナルな違いが推計に反映されないため、2001年度を対象としたクロスセクション分析は固定効果モデルによる分析を補完する意味も持つ。退職給付制度が本稿の分析期間より以前において、長期に亘りtime invariantな傾向があったことを踏まえると、期首時点のクロスセクショナルな変動にも重要な情報が含まれていることを踏まえると、確定給付型退職給付の生産性向上効果は相当程度がtime invariantな効果として企業に体化している可能性がある。このような理由から、期首時点のクロスセクショナルな変動にも重要な情報が含まれていると考えられるため、本章では期首時点のクロスセクション分析と全期間のパネル分析を併用する。

分析結果を見ると、退職給付変数のパラメーターが有意にプラスになる一方、加工産業を示すダミー変数との交差項も有意にプラスとなった。つまり、企業特殊的技能の重要性が高い企業では確定給付型の退職給付制度の生産性向上効果が強いことを示している。このような結果は用いる退職給付変数の種類や生産関数の定式化に対してロバストであった。

尚、上記の結果に関しては、米国における先行研究が論じているように退職給付が生産性に影響を与えるのではなく、生産性が高い企業では退職給付が充実するという逆の因果関係による解釈も可能である。しかし、かつての我が国企業の退職給付制度は、退職給付制度の選択肢が限られていたことから、導入された後に頻繁に変更されるケースは希であり、2001年10月に確定拠出年金法、2002年4月に確定給付企業年金法がそれぞれ施行されるまでは、時系列的に変動が小さい制度であった。実際、代表的な確定給付型退職給付制度である厚生年金基金の基金数の推移を見ると、退職給付制度の見直しが2002年度以降に活発化していることが分かる。このため、仮に、退職給付と生産性との関係が逆の因果関係によりもたらされているのであれば、退職給付制度の選択肢が拡大して柔軟な制度設計が可能になり、実際にも制度変更が増えた2002年度以降の方が両者の間に明確な関係が見られるはずである。そこで2001年度と2003年度のそれぞれを対象としたクロスセクション分析の結果を比較してみたが、分析結果は2001年度においてより明確な傾向が見られた。つまり、確定給付型退職給付と生産性とのプラスの相関が、確定給付型退職給付が生産性を高めることによりもたらされている可能性が高いこと、つまり逆の因果関係によりもたらされている可能性が低いことが示唆された。更には、退職給付の生産性向上効果は効率的賃金仮説(efficiency wage hypothesis)からの解釈も可能であるが、検証結果は、賃金水準を通じた効果以外に独立の効果が存在することが示された。以上のように、本稿の分析結果は、確定給付型の退職給付制度が生産性を高める効果が確認できた。また、そのような傾向は企業特殊的技能の重要性が高いと考えられる加工産業で強いことが確認できた。財務面の負担の大きさから、確定給付型退職給付制度を見直す動きが加速しているが、企業は本稿で示されたような結果も考慮して、自社にあった退職給付制度を考えるべきであろう。

4. 実務へのインプリケーションと今後の課題

4.1 分析結果のまとめ

以上のように、2～5章の分析結果は、企業の退職給付制度のあり方が、各利害関係者の行動に重要な影響を及ぼすことを示唆するものとなった。まず、確定給付型退職給付は経営者行動に関しては投資行動、ディスクロージャー行動にマイナスの影響を及ぼす。より具体的には、2章の分析結果が示したように、確定給付型の退職給付は、経営者が選択する投資行動に関しては、投資機会のNPVがプラスの企業に関しては過少投資をもたらす一方、投資機会のNPVがマイナスの企業については過剰投資問題を放置する可能性がある。この背景には、経営が安定的な企業では退職給付債務の不確実性の影響が大きい一方、経営が不調な企業では退職給付債務に対する経営者の裁量が大きいという退職給付債務の二面性が影響している。また、経営者行動への影響に関しては、3章の分析により、割引率への裁量から利益管理を強める可能性も示唆された。具体的には、将来の費用負担が大きい企業や現在の利益率が低い企業の経営者は高い割引率を選択することにより、積立不足や退職給付債務を小さく見せる傾向が示された。以上のように、確定給付型の退職給付制度は経営者行動に対してはマイナスの影響を及ぼす。更には、確定給付型の退職給付制度は投資家行動に関してもマイナスの影響を及ぼす。なぜなら、4章の分析結果が示すように、退職給付債務の可変性や内容の複雑さ、そして利益管理の可能性は投資家が認知する不確実性に重要な影響を及ぼすからである。その一方で、確定給付型の退職給付は従業員行動にはプラスの影響を及ぼす。確定給付型退職給付は企業特殊的技能蓄積のためのトレーニングを促進し、準レートの獲得につながる可能性がある。5章の分析結果は、IT化が進んだ現在においても、確定給付型退職給付が企業特殊な経営資源の獲得を通じて生産性を高めている可能性が示されている。

4.2 退職給付制度見直しへの提言

このように考えると、確定給付型退職給付が最終的に企業価値の増大に繋がるか否かは経営者行動、投資家行動への悪影響と従業員行動への好影響のトレードオフにより決まってくる。このようなトレードオフは、投資行動の重要性、外部からの資金調達的重要性、従業員の企業特殊的技能の重要性により変わってくるであろうし、情報技術の発展により相対的な重要性も変わってこよう。

昨今の退職給付制度の見直しは主に財務面への影響、とりわけ投資家の評価を懸念して制度変更が行われることが多いが、投資家の退職給付債務に対するネガティブな評価は退職給付会計への理解の深まりとともに、幾分緩和される可能性がある。その一方、近年のIT革命は、コード化できる汎用的な職務のモジュール化を促す一方で、コード化できない企業特殊的技能の希少性を際立たせる可能性がある(中馬, 2001a,

2001b, 阿部, 2001a, 2001b). これに関連し、契約理論による近年の企業理論、コーポレート・ガバナンス論では、企業を関係特殊資産の集まりと見なし、そうした利害関係者の行動に付随する外部効果の緩和がガバナンスの目的であるという見方がある(Zingales, 1998, Rajan and Zingales, 1998). このような観点に立つならば、現在のように、確定給付型退職給付の財務面、延いては投資行動や投資家の評価のみを考慮した退職給付制度の見直しは得策ではない。2章や3章で論じた経営者行動への影響、4章で論じた投資家行動への影響も考慮する必要があるが、5章で論じたように、企業に対し企業特殊な貢献を行う従業員への影響を看過してはならない。財務面の影響に配慮しつつも、企業に対し特殊な貢献を行う従業員への影響も十分に考慮する必要がある。尚、確定給付型退職給付の上記のようなトレードオフについては、各利害関係者行動の補完性も考慮して分析する必要もある。これらの点は今後の研究課題としたい。

注釈

1. 本博士論文では、確定給付型退職給付は給付建ての退職給付制度、確定拠出型退職給付は拠出建ての退職給付制度を指す。これはそれぞれ米国におけるDefined Benefit Plan, Defined Contribution Planに相当するものである。各々の制度に対応する表現としては、給付建て、拠出建ての方が正確であるとの議論もあるが、本博士論文では、確定給付型、確定拠出型という表現が定着していることに鑑み、このような表現を用いることにする。
2. 退職給付債務の定義としては、PBOの他に、ABO (Accumulated Benefit Obligation, 累積給付債務)、VBO (Vested Benefit Obligation, 確定給付債務) などがある。ABOはPBOから将来の昇給分に相当する額を除いたものである。また、VBOはABOのうち、権利が確定した部分の債務額である。
3. 確定拠出型退職給付の下では、拠出時に所有権が企業から加入者に移行し、企業はその後の資産運用リスクや債務の変動リスクを負わない。このため、退職給付会計においても、確定拠出型退職給付は適用対象から外れている。
4. 企業特殊な技能の重要性は主に製造業を念頭に論じられることが多いが、小池(1999)が論じているように、ホワイトカラーにおける技能の重要性を指摘する議論は以前よりあった。
5. 本博士論文の中で企業特殊な技能とは、製造プロセスや販売など事業プロセスへの習熟のみでなく、汎用的な技能や知識では対応できない問題解決能力全般を含む。このような定義は小池(1999)、小池・中馬・太田(2001)等に見られる。
6. 阿部(2001a)は、このような技能の二分化が雇用のあり方に影響することを示している。具体的には、汎用的な職務を派遣社員に依存する一方、特殊な技能が重要な業務は正社員に任せ、かつ正社員の業務の幅は広がっていることを示している。
7. このような考え方は、企業を特殊な投資の束(a nexus of specific investments)、つまり相互に特殊化した資産や人と捉える近年の企業理論(Zingales, 1998, Rajan and Zingales, 1998)とも符合する。
8. 中馬(2001b)は、技能が分離化されるか統合されるかは製品市場の競争条件に依存することを旅行会社を対象とした考察から論じている。具体的には、不特定多数の顧客を対象とし価格競争の激しい商品ではIT化により技能が分離化される一方、非価格競争が重要で長期取引関係の成立しやすい職場では技能は統合されると論じている。
9. 特に、退職給付が財務面に与える影響に関しては、1990年代以降に行われた分析は極めて少ない。この背景には、米国においては株式市場が長期的に堅調に推移したことから、年金資産が退職給付債務を上回る状況(オーバーファンディング)が続き、企業財務上の問題として浮上することが少なかったことが影響していると考えられる。また、労働面への影響に関しては、後述するように間接的な実証分析は数多く行われているが、本博士論文の5章のような直接的な検証は少ない。この要因の一つには、退職給付と生産性との関係を分析する際に、逆の因果関係からの解釈を排除することが困難であったことが挙げられる。後述するように、本博士論文では、退職給付制度が固定的であった時期と可変的になった時期における退職給付と生産性との関係を調べることにより、この問題に一定の配慮をしている。
10. 換言すれば、企業にかかわる利害関係者の事前的な行動と事後的に受け取る成果との間に外部効果が存在しない経営に相当する。利害関係者による貢献のうち、市場メカニズムにより成果の価値が決まらない部分については、企業内における事前的な契約か事後的な交渉力により対価が担保されることになる。ここで、事前的な契約とは社内における雇用契約などが該当する。事後的な交渉力を担保する制度としては、物的資産の所有などが該当する(Grossman and Hart, 1986)。そして、通常、市場メカニズムにより成果の価値が決まらないのは企業特殊な貢献である。実際、近年の企業理論では、企業を関係特殊な投資の束と捉えた上で、コーポレート・ガバナンスを準レートの事後的な分配を形作る複雑な制約条件と定義している(Zingales, 1998)。この定義では、所有、資本構成、取締役会、労働市場での競争、財市場での競争などがコーポレート・ガバナンスに含まれることになる(Zingales, 1998)。これに関連し、Tirole (2001)はコーポレート・ガバナンスを利害関係者の厚生を内部化(internalize)するように経営者を動機付け、規律付ける制度のデザインと定義している。更には、Roberts and Van den Steen (2000)は企業に対し特殊な貢献を行う者が契約による請求権が交渉力を持つことにより、外部効果が緩和され、ファーストベストが達成されることを示している。
11. 実際、本博士論文の5章で示された、確定給付型退職給付と生産性とのプラスの相関関係は、部分的には、生活保障等による従業員行動の変化などによりもたらされている可能性もある。尚、5章の分析では、企業特殊な技能が重要と思われる産業における効果を注視することにより、確定給付型退職給付による企業特殊な技能蓄積の効果を検証している。
12. 但し、この議論は給付に対する従業員への評価の反映度合いを同一とした場合に成立する議論である。従業員への評価が給付に反映されにくい場合、そのような不確実性も事前的な従業員行動に影響する。尚、一般的には、確定給付型退職給付よりも確定拠出型退職給付の方が成果主義的な性格が強いとの認識があるが、この理解は必ずしも正しくない。確定給付型退職給付でも成果主義的な制度設計は可能であり、確定拠出型退職給付でも成果主義的な性格が弱い制度設計は可能である。尚、運用リスクへのリスクシェアリングの効率性から確定給付型退職給付と確定拠出型退職給付を論じたものとして国枝(2001)が挙げられる。

13. 理論上の投資行動には、設備投資行動のみでなく、人材への投資、研究開発投資、本社ビルの建設など経営者が決定する資金使途全般が含まれる。但し、本博士論文の2章では、企業経営への影響の大きさに鑑み、Lang, Ofek, and Stulz (1996)などの先行研究にない設備投資行動と人材への投資を分析対象としている。
14. Jensenの仮説はフリーキャッシュフロー仮説と呼ばれる。また、Hart and Moore (1995)はJensenの主張をフォーマルに定式化している。
15. 但し、Fazzari et al.らの主張に対しては、Kaplan and Zingales (1997, 2000)などで反証的な結果も示されている。Fazzari et al.らのアプローチでは、事前に資金制約が強い企業とそうでない企業をad hocに分類し、各々における投資の内部資金感応度を見ることにより仮説を検証しているが、これは資金制約の定義との複合仮説の検証に他ならない。Kaplan and ZingalesはFazzari et al.の資金制約の定義に対し疑問を投げかけている。
16. 負債のうち、銀行からの借入れについては、ソフトバジェットの問題から、投資行動への規律づけ効果が弱いという議論もある(Sheard, 1994)。宮島・蟻川・齊藤(2001)、米澤・佐々木(2001)は日本企業を対象に、この問題を検証している。
17. 退職給付債務の特質が投資行動に与える影響に着目した本稿と目的は異なるが、関連する研究として年金への強制的な拠出(mandatory contributions)と投資との関係を調べたRauh (2005)が挙げられる。Rauh (2005)は事前的に見て内部資金制約が強い企業において、強制的な拠出が投資を抑制する効果が強いことから、内部資金制約仮説を検証している。
18. これに関連し、経営者による株式所有と投資との関係については、Cho (1999)が同時方程式による分析を行っている。しかし資本構成やキャッシュフローが投資に与える影響について操作変数法を用いて分析した例は筆者の知る限り存在しない。このことは、これらの変数について、投資機会と関連しない操作変数を見つけることが困難であることの証左とも捉えられる。
19. 利益管理(earnings management)については、様々な定義があるが、本稿では投資家をはじめとする利害関係者をミスリードするような会計上の経営判断を指す。このような定義はHealey and Wahlen (1999)などで見られる。
20. 従業員がリスク回避的であることを踏まえると、期待される給付額が同じであれば、運用リスクを伴う確定拠出年金の下では給付額の現在価値は確定給付型退職給付制度の下での給付額の現在価値よりも小さくなる。つまり、給付額が一定であれば、確定給付型の退職給付制度から確定拠出年金への移行は実質的な給付減額と捉えられる。
21. また、Barth (1991)はそうした投資家の評価がVBOやABOよりもPBOを重視して行われていることを示している。
22. 通常、運用機関のアナリストは一人当たり数十社を担当し、各々の企業について経営分析や財務分析を行っている。このため、退職給付会計の内容を精緻に分析する時間には自ずと限りがあると推察される。
23. 近年、投資家による株式評価では、経済付加価値(EVA)、フリーキャッシュフローモデル、残余利益モデルなど、資本コストを明示的に取り入れた株式バリュエーションモデルが急速に広まっている。これらのバリュエーションモデルの等価性に関しては、佐々木(2004e)を参照。
24. 実際、代行返上にかかわる会計処理を行った企業ではその差額分の債務が会計上消失することから特別利益を計上するケースが相次いだ。
25. この他、賃金との関係を調べた分析では、確定給付型の退職給付が生産性を高めることが間接的に示されている(Allen and Clark, 1987, Even and Macpherson, 1990, Gustman and Steinmeier, 1995)。
26. 2002年度の確定給付企業年金法の施行により代行返上が認可された会社では、過去の債務を国に返還する前に会計上の経過措置により会計上、代行部分を切り離すことが可能になった。
27. Becker (1964)が論じているような完全市場の下では企業特殊な投資についても市場原理によりファーストベストが達成される。また、非対称情報が一方の場合(unilateral asymmetric information)にも、メカニズムデザインによりファーストベストが達成できる(Hall and Lazear, 1984)。Hall and Lazearのモデルでは、従業員が現在勤務している企業での限界生産性を企業のみが知っていて、他の就業機会での賃金(他の就業機会での限界生産性に等しいと仮定される)は従業員にしか分からない双方向の非対称情報が想定されるが、こうした想定は労働市場の現実により近いと考えられる。

参考文献

- 阿部正浩(2001a)、「情報技術革新と女性労働者の雇用形態変化」、尾高煌之助・都留康(編)『デジタル化時代の組織確信』有斐閣
- 阿部正浩(2001b)、「情報通信技術は雇用にどう影響しているか?」、日本労働研究雑誌、498号
- 国枝繁樹(2000)、「確定拠出型年金の経済学的意義」、証券アナリストジャーナル 2000年5月
- 小池 和男(1999)、『仕事の経済学』、東洋経済新報社
- 小池和男、中馬宏之、太田聡一(2001)、『もの造りの技能とその形成:自動車産業の職場で』、東洋経済新報社
- 佐々木(2004e)、「解題:株式のバリュエーション」、証券アナリストジャーナル 2004年4月、pp. 2-7
- 中馬宏之(1999)、「技能蓄積・伝承システムの経済分析」、日本労働研究雑誌、468号
- 中馬宏之(2001a)、「技術革新下における統合的技術の希少性:日米プレスライン職場における事例から」、橋本俊詔・デイビッドワイス(編)『日米比較:企業行動と労働市場』日本経済新聞社
- 中馬宏之(2001b)、「ホワイトカラー職場におけるIT化のインパクト-総合旅行会社3社の事例から」、尾高煌之助・都留康(編)『デジタル化時代の組織確信』有斐閣
- 中馬宏之(2002)、「日本のもの造り方式とイノベーションの関係:工作機械産業発展の事例に見る良循環の構図」、伊藤秀史(編)『日本企業 変革期の選択』pp.271-300、東洋経済新報社
- 中馬宏之、青島矢一(2002)、「半導体露光装置産業の国際競争力はなぜ低下したか:コラボレーションとアウトソーシングの可能性」、伊藤秀史(編)『日本企業 変革期の選択』pp.301-335、東洋経済新報社
- 花枝英樹(2002)、『戦略的企業財務論』、東洋経済新報社

宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001),「日本型企業統治と「過剰投資」, フィナンシャルレビュー第60号 (2001年12月), pp. 139-168

米澤康博・佐々木隆文 (2001)「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」、『フィナンシャルレビュー』No.60 (2001年12月), pp. 90-105

Allen, Steven G. and Robert L. Clark (1987), "Pension and Firm Performance," NBER Working Paper, No. 2266

Becker, Gary S. (1964), Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education, Columbia University Press, 佐野 陽子訳、『人的資本: 教育を中心とした理論的・経験的分析』東洋経済新報社

Bulow, Jeremy I., Randall Morck and Lawrence Summers (1987), "How Does the Market Value Unfunded Pension Liabilities?" in Z. Bodie, J.B. Shoven and D.A.Wise (eds.), Issues in Pension Economics, University of Chicago Press

Cho, Myeong-Hyeon (1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis," Journal of Financial Economics, 47, pp. 103-121

Dorsey, Stuart, Christopher Cornwell and David Macpherson (1998), Pensions and Productivity, W.E. Upjohn Institute for Employment Research

Even, William, and David Macpherson (1990), "The Gender Gap in Pensions and Wages," Review of Economics and Statistics 72(May), pp.259-265

Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, and Bruce C. Petersen. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment," Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, pp. 141-195.

Feldstein, M., and R. Morck (1983), "Pension Funding Decisions, Interest Rate Assumptions, and Share Prices," In Z. Bodie and J. Shoven(eds.), Financial Aspects of the United States Pension System, University of Chicago Press.

Feldstein, M., and S. Seligman (1981), "Pension Funding, Share Prices, and National Savings," Journal of Finance, (September).

Ghicas, Dimitrios C. (1990), "Determinants of Actuarial Cost Method Changes for Pension Accounting and Funding," The Accounting Review Vol. 65 No. 2, pp. 384-405

Godwin, J. H., Goldberg, S. R. and J. E. Duchac, "An Empirical Analysis of Factors Associated with Changes in Pension-Plan Interest-Rate Assumptions," Journal of Accounting, Auditing and Finance, Vol. 11, No. 2, pp. 305-322.

Gopalakrishnan, V. and Timothy F. Sugrue (1995), "The Determinants of Actuarial Assumptions under Pension Accounting Disclosures," Journal of Financial and Strategic Decisions Vol. 8 No. 1, pp.35-41

Grossman, Sanford. J., and Oliver D. Hart (1986), "The Cost and Benefit of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration," Journal of Political Economy, 94, pp. 691-719.

Gustman, Alan L. and Thomas L. Steinmeier (1995), Pension Incentives and Job Mobility, Kalamazoo, Michigan: W. E. Upjohn Institute for Employment Research.

Hall, Robert E., and Edward P. Lazear (1984), "The Excess Sensitivity of Layoffs and Quits to Demand," Journal of Labor Economics, Vol. 2, No. 2, Essays in Honor of Melvin W. Reder (Apr., 1984) , pp. 233-257

Hart, Oliver and John Moore (1995), "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management," American Economic Review, 85, pp.567-585

Healey, Paul M. and James M. Wahlen (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implication for Standard Setting, Accounting Horizons, 13-4, pp. 365-383

Ippolito, Richard A (1985a), "The Labor Contract and True Economic Pension Liabilities," American Economic Review ,75, pp. 1031-1043

Jensen, Michael C. and William Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure," Journal of Financial Economics, 3, pp. 305-360

Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" Quarterly Journal of Economics, feb.1997, pp. 169-215.

Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales (2000), "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints," Quarterly Journal of Economics, feb.1997, pp. 169-215.

Kwon, Sunkook (1994), "Economic Determinants of the Assumed Interest Rate in Pension Accounting," Advances in Accounting Vol. 12, pp.67-86

Lamont, Owen (1997), "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Market," Journal of Finance, 52, pp.83-110

Lang, Larry, Eli Ofek, and Rene M. Stulz (1996), "Leverage, Investment, and Firm Growth," Journal of Financial Economics, 40, pp.3-29

Lazear, Edward P. (1979), "Why Is There Mandatory Retirement?," Journal of Political Economy,66, pp. 1261-1284

Lazear, Edward P. (1981), "Agency, Earnings Profiles, Productivity, and Hours Restrictions," American Economic Review 71:4 (September 1981) pp. 606-20.

Levy, Frank., and Richard J. Murnane (1996) "With What Skills Are Computers a Complement?" American Economic Review, Vol. 86 No. 2, pp. 258-262.

McConnell, John J. and Henri Servaes (1995), "Equity ownership and the two faces of debt," Journal of Financial Economics, 39, pp. 131-157

Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," Journal of Financial Economics, 5, pp. 147-175

Obinata, Takashi (2000), "Choice of Pension Discount Rate in Financial Accounting and Stock Prices," 『経済学論集』(東京大学), 66巻 3号, 2000年 10月

Rajan, Raghuram R. and Luigi Zingales (1998), "Power in a Theory of the Firm," Quarterly Journal of

Economics, 113, pp. 387–432.

Rauh, Joshua D. (2005), "Investment and Financial Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans," *Journal of Finance* (forthcoming)

Roberts, John and Eric Van Den Steen (2000), "Shareholder Interests, Human Capital Investments, and Corporate Governance," Stanford GSB Research Paper 1631

Sheard, Paul (1994), "Main banks and the governance of financial distress" in Masahiko Aoki and Hugh Patrick(eds.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press, Oxford, U.K.

Tirole, Jean, (2001), ""Corporate Governance," *Econometrica*, 69(1), pp.1–35

Wampler, Bruce M. (1994), "The Relationship between Equity Values and the Components of Unrecorded Pension Assets and Liabilities," doctoral dissertation, Louisiana Tech University

Zingales, Luigi (1998), "Corporate Governance," in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, P. Newman ed, Macmillan, New York, NY