

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 6 月 8 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03764

研究課題名(和文) 会計情報とコーポレートガバナンス - リスク・テイクとR&D投資を中心に

研究課題名(英文) Accounting information and Corporate Governance: Risk take and R&D

研究代表者

野間 幹晴 (Noma, Mikiharu)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号：80347286

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、退職給付に係る負債が研究開発活動やM&A、配当政策、現金保有等を与える影響について実証分析を行った。近年、退職給付に係る負債は、内部負債の1つとして米国を中心に実証分析が蓄積されつつある。そこで、内部負債をめぐる理論研究と実証研究を敷衍したうえで、仮説を構築し、さまざまな実証的解明を行った。その結果、退職給付に係る負債は、日本企業の特徴である保守的なリスクテイクや、配当政策、M&A、現金保有などさまざまな局面に極めて多大な影響を与えていることが確認された。すなわち、日本企業が必ずしも株主重視に移行できない論理として、従業員持分である退職給付に係る負債があることを解明した。

研究成果の概要(英文)：In this research, we conducted an empirical analysis on the effect of liabilities on retirement benefits on research and development activities, M & A, dividend policy, cash holdings, etc. In recent years, empirical analyzes are accumulating mainly in the United States as one of internal liabilities for liabilities related to retirement benefits. Therefore, after extending the theoretical research and empirical research on internal liabilities, we have constructed hypotheses and made various empirical analyzes. As a result, it was confirmed that the liability related to retirement benefits has exerted extremely great influence on various aspects such as conservative risk taking, characteristic of Japanese companies, dividend policy, M & A and cash holding. That is, as a logic that Japanese companies can not necessarily shift to emphasis on shareholders, we clarified that there is a liability related to retirement benefits which is an employee's share.

研究分野：財務会計

キーワード：退職給付に係る負債 リスクテイク R&D 配当政策 M&A 現金保有

1. 研究開始当初の背景

(1)国際比較で指摘されたように、日本企業はリスクテイクに消極的であり、現金保有が多く、有配企業が多い。その論理を解明したいという背景があった。

(2)近年、米国の実証研究で内部負債に着目した研究が増えつつあった。

(3)日本企業の内部負債として重要なものは、退職給付に係る負債であると測定したところ、法的な特徴があることが確認された。

2. 研究の目的

(1)内部負債である退職給付に係る負債がリスクテイクや R&D、配当政策、現金保有、M&A などに与える影響を解明すること。

(2)資本構成の粘着性の存在を明らかにすること。

(3)経営者予想とアナリスト予想の価値関連性について企業規模ごとの差異を明らかにすること。

3. 研究の方法

(1)先行研究に基づき、日本企業や日本の法制度、日本の会計基準に独自の仮説を構築した。

(2)仮説に基づき、必要な会計データ、資本市場のデータ、M&A データ等をデータベースから取得し、実証研究を行った。

4. 研究成果

(1)退職給付に係る負債と R&D 投資の関連性について分析した結果、退職給付に係る負債が大きいほど R&D 費用を削減する傾向があることを明らかにした。とりわけ、R&D 費用計上前経常利益が前期の R&D 費用よりも小さいサンプルで、こうした傾向が確認された。すなわち、未積立の企業年金が大きいほど、R&D 投資を削減することを通じて、損失を回避しようとするのである。つまり損失計上を回避するために、R&D 投資を削減しており、こうした投資行動には未積立の企業年金が深く関わっているのである。損失を計上すると、株主や金融機関からリストラクチャリングを要求され、時として従業員持分である企業年金の減額を迫られる。こうした事態を避けるために、R&D 投資の削減により損失を回避するインセンティブが生じるが、その傾向は未積立の企業年金が大きい企業ほど強いといえる。経営者は企業と長期的関係を構築している従業員の利害あるいは持分を守るといった目的を持って、R&D 投資を削減するのである。こうした目的を達成するために、R&D 投資の削減という一見すると近視眼的と思われる行動をとるのである。すなわち、日本企業は長期志向であるがゆえに、近視眼的行動をとるといえる。いいかえれば、R&D 投資を削減する傾向が強いのは、従業員あるいは退職者の利害を経営者が重視した結果だと解釈される。

(2)内部負債である退職給付に係る負債と配当政策の関連性について実証分析を行った。すなわち、貸借対照表に計上された退職給付に係る負債の多寡によって、企業が株主に配当を支払うか否かの意思決定に異なる影響を与えるかを検証した。一連の分析結果より、退職給付に係る負債が大きいほど、無配になる傾向があることが確認された。こうした実証研究から 2 つの示唆が得られる。1 つは、経営者は配当政策をめぐる意思決定において、内部負債である退職給付に係る負債を考慮に入れた意思決定を行っているということである。その結果、退職給付に係る負債が大きい企業は、株主よりも銀行や社債権者などの債権者と利害の一致した配当政策が採用されるということである。これは日本における企業年金の受給権をめぐる法制度を鑑みると、首肯することができる。日本では企業年金の受給権は、2002 年から施行された確定給付企業年金法によって保護されている。確定給付企業年金法は、基金の解散などにより年金を廃止する場合、事業主に積立不足額を一括拠出する義務を負わせている。この一括拠出規定は諸外国と比較して強い保護規定であり、その特徴は企業に年金債務の支払義務を負わせることで退職年金債権を保護している点である。したがって、退職給付に係る負債は企業が支払義務を負っているという点において、負債としての色彩が色濃く反映されているのである。いま 1 つは、退職給付に係る負債が大きいほど無配になるということは、退職給付に係る負債が現金保有水準に関連している可能性が示唆される。Pinkowitz, Stulz and Williamson(2006)によって指摘されたように、国際的に見て日本企業の現金保有水準の比率は高い。その 1 つの論理として、退職給付に係る負債が関連している可能性が示唆される。すなわち、退職給付に係る負債が大きいほど無配になる可能性が高まり、株主に対して現金が還元されずに、現金保有水準が高くなるという論理である。

(3)会社分割による M&A と退職給付に係る負債との関係について実証分析を行った。こうした分析を行った背景には、退職給付に係る負債について相反する考え方があるからであった。日本経済団体連合[2010]で要望されたように、確定給付企業年金制度が会社分割などの組織再編を阻害している可能性がある。その一方で、Fama[1985]や Jensen[1986]、Ofek[1993]、Kang and Shivdasani[1997]、Kang et. al[2010]などの先行研究では負債が企業のリストラクチャリングを誘発していることが示されていた。本研究では、退職給付に係る負債が大きいほど、会社分割による M&A が実施される可能性が高いことを示す実証結果が得られた。このことは、銀行からの借入だけでなく退職給付に係る負債によって、企業のリストラクチャリングが行われる

ことを示唆する。その一方で、確定給付企業年金制度が組織再編の妨げとなっているという日本経済団体連合会[2010]の主張とは相容れない。これは組織再編を実施する時点で企業年金の論点が認識されているのではなく、組織再編後に企業年金をどのように扱うかが検討される可能性があることを意味する。

(4)退職給付に係る負債が現金保有に与える影響について実証分析を行い、3つの結果を得た。第1に、退職給付に係る負債が大きいほど現金保有が多くなり、金融負債よりも退職給付に係る負債の方が現金保有を増加させる効果がある。第2に、退職給付に係る負債が多額であるほど、キャッシュフローの現金に対する感応度が高くなり、営業キャッシュフローのうち現金として保有される金額が多くなる。第3に、退職給付に係る負債が大きいほど、現金保有から投資に配分される比率が低下する。

一連の実証結果は、退職給付に係る負債によって現金保有が増加していることを示唆する。すなわち、従業員の債権である退職給付に係る負債に備えるという予備的動機によって、日本企業は多額の現金を保有しているといえる。

(5)内部負債である退職給付に係る負債が株主還元の変更に与える影響を解き明かすために、操作変数プロビット分析と操作変数法による実証分析を実施した。いいかえれば、退職給付に係る負債が株主還元の「時系列における状態の変化」に対して与える影響の解明を試みたといえる。株主還元として、配当総額、配当総額と自社株買いとを合計した株主還元総額を分析の対象とした。その結果、次の2点が明らかになった。1つは、退職給付に係る負債が大きいほど、配当総額や株主還元総額を減少する傾向が強くなるということである。退職給付に係る負債が大きいほど、減配になったり、あるいは自社株買いの金額が少なくなるのである。いま1つは、退職給付に係る負債が大きいほど、配当総額や株主還元総額の減少額が大きくなるという点である。つまり、退職給付に係る負債が大きいほど、減配を実施する場合の減配される金額が大きくなり、自社株買いを削減するとしてもその削減額がより大きくなることを意味する。こうした2つの発見事項は、Srivastav et al. (2014)の結果と首尾一貫している。一連の結果は、経営者は株主に対する還元を行ううえで、退職給付に係る負債を考慮に入れているということを示唆する。つまり、経営者が従業員あるいは既に退職した元従業員の債権者の利害が重視した結果、株主還元が抑制されるということである。

(6)株主還元の積極化と退職給付に係る負債との関係について、多項ロジットモデルおよ

び操作変数法による実証分析を行った。

まず、株主還元を積極化する手段をめぐる意思決定に対して、内部負債である退職給付に係る負債が与える影響を検証した。その結果、次の4点を明らかにした。第1に、退職給付に係る負債が大きいほど、増配も自社株買いも実施しない可能性よりも、安定配当かつ自社株買いを実施する可能性、および増配かつ自社株買い実施の可能性が低下するという点である。第2に、退職給付に係る負債が大きいほど、増配だけを実施する可能性よりも、安定配当かつ自社株買いの実施、および増配かつ自社株買い実施の可能性が低下するという点である。第3に、自社株買いを実施しない場合、退職給付に係る負債は安定配当とするか増配するかという選択に対して影響を与えないということである。第4に、自社株買いを行う場合も、退職給付に係る負債は安定配当あるいは増配を実施するかという選択に対して、影響を与えないということである。

次に、退職給付に係る負債と株主還元総額に占める配当の比率について検証を行った結果、退職給付に係る負債が大きいほど、配当の比率が増加し、自社株買いの比率が低下することが確認された。

(7)経営者予想とアナリスト予想の価値関連性について企業規模ごとの実証的な解明を行った。その結果、規模ごとにその価値関連性に差異があることを確認した。また Vuong 検定だけでなく、AIC を使った分析を行い、会計研究において利用の余地があることを提示した。

(8)日本企業の資本構成について実証研究を行い、資本構成に粘着性があることを発見した。本研究は日本企業の粘着性を浮き彫りにした点で貢献がある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 2 件)

野間幹晴、配当政策と退職給付に係る負債、会計、査読無し、第 192 巻第 1 号、2017 年 7 月号、54-67 頁、
野間幹晴、退職給付に係る負債と研究開発活動、会計、査読無し、第 190 巻第 2 号、2016 年 8 月号、69-82 頁、

〔学会発表〕(計 9 件)

野間幹晴、退職給付に係る負債と研究開発活動、日本会計研究学会、神戸大学、2015 年。
Saori, Nara and Mikiharu Noma, Forecast Accuracy and Value Relevance by Firm Size- A Comparison of Management and Analyst Forecasts, 28th Australasian Finance and Banking Conference, 2015, Sydney Australia.

Akjtoshi Ito, Toshiaki Mikabe, and Mikiharu Noma, "The Long-Term Stability of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Firms", (With A.Ito and T. Mikabe), Australasian Finance and Banking Conference, 2016, Sydney, Australia.

Saori, Nara and Mikiharu Noma, "Forecast Accuracy and Value Relevance by Firm Size- A Comparison of Management and Analyst Forecasts", American Accounting Association, 2016, New York, U.S.A..

野間幹晴、配当政策と退職給付に係る負債、日本会計研究学会、静岡大学、2016年。

野間幹晴、現金保有と退職給付に係る負債、日本経営財務研究学会、武蔵大学、2016年。

野間幹晴、会社分割による M&A と退職給付に係る負債、日本ファイナンス学会、千葉工業大学、2017年。

野間幹晴、株主還元の変更と退職給付に係る負債、日本経営財務研究学会第 41 回全国大会、関西大学、2017年。

野間幹晴、株主還元と退職給付に係る負債、日本会計研究学会第 76 回全国大会、東千田未来創生センター、2017年。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

野間 幹晴 (NOMA, Mikiharu)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号：80347286