

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 28 日現在

機関番号：32649

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2015

課題番号：24730366

研究課題名(和文) 効率的な企業年金保険システムの構築可能性 - クロスカントリーデータを用いた実証研究

研究課題名(英文) Efficient Corporate Pension System: Empirical Studies using Cross-Country Data

## 研究代表者

柳瀬 典由 (YANASE, Noriyoshi)

東京経済大学・経営学部・教授

研究者番号：50366168

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、企業レベルでの年金制度の設計と運用に関するインセンティブ・メカニズムについて実証的に検討した。具体的には、(1)母体企業はどのようなインセンティブによって年金制度の選択を行うのかという論点、(2)年金資産運用や積立政策に関して、母体企業にいかなるインセンティブが生じているのかという論点、(3)効率的な企業年金システムを構築するために十分なインセンティブ及び情報のフィードバック・メカニズムを、金融市場は提供しているかどうかという論点である。

研究成果の概要(英文)：In this study, we empirically examined the incentive mechanism for the design and operation of the pension plan at the corporate level as follows. (1) What are incentives that firms (plan sponsors) make choice of pension plans? (2) What are incentives for firms (plan sponsors) regarding the pension investment and the funding policy? (3) How does the stock market values pension assets and liabilities? Or, do financial markets offer an adequate feedback mechanism of incentives to build an efficient corporate pension system?

研究分野：金融・ファイナンス 保険

キーワード：企業年金 退職給付会計 企業価値評価 経営財務 企業金融

## 1. 研究開始当初の背景

ゼネラルモーターズ(GM)や日本航空(JAL)が事実上の経営破たん陥るなか、企業年金債務が、母体企業にとって大きな財務的負担であることが明らかになった。これは、「レガシーコスト」とも評される問題であった。他方で、退職後所得保障の3本柱の一つでもある企業年金制度の充実は、特に、公私の役割分担が大きく変化するわが国において重要な課題でもあった。こうしたなか、母体企業と企業年金制度の関係性をどのように考えるかという問題は社会的に関心の高いテーマであった。

## 2. 研究の目的

(1) 退職後所得保障に関する公私の役割分担の文脈において、社会的に効率的な資源配分の観点から企業年金システムをいかに構築するかという議論は重要なテーマである。そのためには、まず、個々の企業レベルでの年金制度の設計と運用に関するインセンティブ・メカニズムを明らかにしておく必要がある。

(2) そこで、本研究では、以下の3つの論点について、日本の上場企業の財務・市場データ等を用いて実証的に検討した。第一に、母体企業はどのようなインセンティブによって年金制度の選択を行うのかという論点、第二に、年金資産運用や積立政策に関して、母体企業にいかなるインセンティブが生じているのかという論点、第三に、効率的な企業年金システムを構築するために十分なインセンティブ及び情報のフィードバック・メカニズムを、金融・資本市場は提供しているかどうかという論点である。

これらの論点は国内外の既存研究において、それぞれの国の個別のテーマとして議論されてきた。第一の論点に関しては、例えば、米国企業を対象に、財務状態や業績が好ましくない企業ほど確定給付型から確定拠出型の企業年金制度への移行が進んでいる点が指摘され、こうした現象が株主から従業員への実質的なリスク移転であると論じられてきた。

第二の論点に関しては、確定給付型の企業年金制度における資産運用・積立政策に関する理論的な観点からの研究が、特に1980年代の米国企業を対象として数多く行われてきた。たとえば、1974年に設置されたPBGC(年金給付保証公社)による制度終了保険においてリスクに見合った保険料が設定されていないため、母体企業にリスクな資産運用と積立水準の最小化のインセンティブが生じること(保険効果・モラルハザード)が理論的に説明されている。他方で、企業年金制度における税制上の優遇措置が母体企業の資産運用や積立政策に与える影響に注目すると、低リスク資産による運用と積立水準

の最大化が望ましいという結論を示す研究も数多く存在している。

第三の論点に関しては、確定給付型の企業年金制度における積立不足や年金債務が、母体企業の企業価値評価や将来の株式リターンにどのようなメカニズムを通じて影響を与えるかという点の解明に力点が置かれてきた。そもそも、効率的な市場のもとでは、企業年金の財政状態は即座に市場評価に反映されるはずであり、実際、先行研究のなかには、母体企業の評価に際して、株式市場が年金債務の情報を即座に正しく反映していることを論じたものも多数ある。他方で、市場が年金債務を即座に正しく評価していない可能性を論じるものも多数あり、この論点が引き続き実証的に掘り下げる価値のあるテーマであることを物語っている。

## 3. 研究の方法

本研究では、退職給付会計に係る会計基準のもと、企業の財務諸表の注記事項に開示される各種情報を中心に、母体企業の財務・市場データと関連させつつ、標準的な回帰分析等を用いて定量的に分析した。分析に使用したデータは、Quick社が提供するAstra Managerを通じて、企業の財務データおよび株価などの市場データ、さらに、退職給付関連データを入手した。これに加え、日本経済新聞社が提供するNEEDSから、労働組合や従業員の平均年収など、労務状況に関する各種データを入手した。

## 4. 研究成果

(1) 第一の論点、「母体企業はどのようなインセンティブによって年金制度の選択を行うのか」というテーマに関しては、柳瀬(2013a)、Goto and Yanase(2013)、柳瀬(2014a)、柳瀬(2014b)といった国内外の学術誌等において広く情報発信を行った。これらの論文では、確定拠出型の制度や退職一時金を選択する企業の財務的特徴について多面的に明らかにするとともに、厚生年金保険法の改正等の制度的環境の変化が、企業の年金制度の選択に及ぼす影響について考察した。なお、Goto and Yanase(2013)は海外への情報発信のみならず、国内でも日本経営財務研究学会の学会賞の対象論文となり、国内外で社会的に一定の高い評価を受けることができた。

(2) 第二の論点、「年金資産運用や積立政策に関して、母体企業にいかなるインセンティブが生じているのか」というテーマに関しては、柳瀬(2013b)、柳瀬(2014c)、柳瀬(2014d)、柳瀬(2015a)、柳瀬(2015b)、柳瀬・後藤(2015)、Goto and Yanase(2016)、柳瀬(2016)といった国内外の学術誌等において広く情報発信を行った。なお、Goto and

Yanase (2016)の刊行までの経緯では、American Risk and Insurance Associationをはじめ、数多くの海外の国際学会での研究報告を繰り返しており、論文としての公刊に加え、海外への情報発信という意味で重要な役割を果たした。

(3) 第三の論点、「効率的な企業年金システムを構築するために十分なインセンティブ及び情報のフィードバック・メカニズムを、金融・資本市場は提供しているかどうか」というテーマに関しては、柳瀬 (2013)および Goto and Yanase (2016) といった国内外の学術誌等において広く情報発信を行った。実証分析の結果、柳瀬 (2013)においては、退職給付債務に対する金融・資本市場の評価をめぐって、興味深いパズルの存在を明らかにした。すなわち、未認識年金債務が自己資本に占める比率(未認識債務比率)が高い企業ほど、予想に反して、高い株式評価と高い株式リターンを獲得していることが分かった。そして、その解釈として、年金債務の減額という制度的要因の存在を指摘した。他方、Goto and Yanase (2016)では、退職給付債務に占める年金資産の比率(積立率)が高い企業ほど、将来の高い株式リターンを予測することを明らかにした。そして、その解釈として、積立率に顕示される年金積立政策が、経営者の将来の企業収益に対する私的情報を株式市場よりも先取りして捉えている可能性を明らかにした。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計13件)

柳瀬典由 (2013a) 「退職給付制度における企業の選択動機 - 退職一時金は「暗黙のリスク移転」か? - 」『保険学雑誌』, 第 620 号:261-280, 日本保険学会.

柳瀬典由 (2013b) 「企業年金制度における暗黙の富の移転 - 米国におけるペンション・リバージョンの考察 - 」『週刊社会保障』 No.2721: 44-49, 法研, 査読あり.

Goto S., and N. Yanase (2013), "Financial Flexibility and Tax Incentives: Evidence from Defined Benefit Corporate Pension Plans in Japan," Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, Vol.38 (4): 753-776, 査読あり.

柳瀬典由・後藤晋吾・上野雄史 (2013) 「退職給付債務の市場評価をめぐるパズル」『現代ファイナンス』, No.33: 53-77, 日本ファイナンス学会, 査読あり.

柳瀬典由 (2014a) 「退職給付の制度設計は経営戦略を映す重要な課題」『東洋

経済 Mook 最強の財務戦略』:76-79, 東洋経済新報社.

柳瀬典由 (2014b) 「改正厚生年金保険法とわが国の退職給付制度の行方」『週刊社会保障』 No.2779:50-55, 法研.

柳瀬典由 (2014c) 「母体企業の財務健全性と年金資産運用」『年金ストラテジー』 Vol.222, 年金総合リサーチセンター(ニッセイ基礎研究所).

柳瀬典由 (2014d) 「視点 ディスクロージャー情報から見るわが国上場企業の年金資産運用」『月刊 企業年金』 2014年10月号: 14-17, 企業年金連合会.

柳瀬典由 (2015a) 「新会計基準における年金資産の内訳開示情報の分析」『退職給付会計の課題の考察 研究報告書』, 年金総合研究所.

柳瀬典由 (2015b) 「有価証券報告書から見るわが国企業年金の資産運用」『週刊社会保障』 No.2833:48-53, 法研.

柳瀬典由・後藤晋吾 (2015) 「企業の財務健全性と年金資産運用」『証券アナリストジャーナル』 Vol.53 (5): 69-79, 日本証券アナリスト協会, 査読あり.

柳瀬典由 (2016) 「株主・経営者間のエンジェンシー問題と企業年金の資産運用」『生命保険論集』 第 194 号別冊:159-188, 生命保険文化センター.

Goto S., and N. Yanase (2016), "The Information Content of Corporate Pension Funding Status in Japan," Journal of Business Finance and Accounting, Accepted manuscript online: 8 APR 2016, 査読あり.

[学会発表](計5件)

Corporate Pension Funding and Management's Private Information: An Empirical Investigation, American Risk and Insurance Association, Annual Meeting, アメリカ合衆国, 2013年8月.

Corporate Pension Funding and Management's Private Information: An Empirical Investigation, Asia Pacific Risk and Insurance Association, Annual Meeting, アメリカ合衆国, 2013年7月.

Financial Flexibility and Tax Incentives: Evidence from Japanese Defined Benefit Pension Plans, European Accounting Association, Annual Congress, フランス, 2013年5月.

退職給付債務の市場評価を巡るパズル, 日本経営財務学会 全国大会, 専修大学, 2012年10月.

Firms Incentives for Retirement Plan Choices: Evidence from Japanese Book Reserve Plans, Asia Pacific Risk and

Insurance Association, Annual Meeting,  
Korea, 2012年7月.

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

柳瀬 典由 (YANASE, Noriyoshi)  
東京経済大学・経営学部・教授  
研究者番号：50366168

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：