

コーポレート・ガバナンス構造と年金制度運営 日本企業を対象とした実証分析

日興リサーチセンター 佐々木 隆文

本研究は退職給付制度の積立不足額（会計基準変更時差異）を年金制度運営のプロクシーとして捉え、コーポレート・ガバナンス構造との関係を実証的に分析する。経営成果として退職給付の積立不足額に着目するのは、この問題が内部者と外部者で情報の非対称性が大きい問題であり、内部情報へのアクセスにより各ガバナンス変数の効果に差異が生じられると思われるためである。積立不足の存在は残余請求権に関する契約の不完備性を高めることから株主の要求リスクプレミアムを高めると考えられるし、負債の調達コストを高めることから株主価値を低下させると考えられる。このため、株主価値最大化に向けガバナンスが効いている企業では経営者が積立不足への対処を積極的に進めると考えられる。

積立不足額を従属変数とした回帰分析の結果、経営者持ち株比率が高く、アライメント効果の強い企業では積立不足額が低くなる傾向が見られた。他方、機関投資家の持ち株比率に関しては、国内年金持ち株比率のパラメータが有意にマイナスである一方、外国人持ち株比率に関しては有意な結果が得られなかった。この結果は経営者、国内機関投資家など情報優位者の株式所有によるガバナンスが年金制度運営に有効であることを示している。また、負債構成に関しては借入金比率が低い企業（直接金融の比率が高い企業）で積立不足が小さくなる傾向が見られ、格付け機関によるモニタリングが年金制度運営に有効であることを示すものとなった。

以上のように、本研究の結果は年金制度運営に関しては内部者や国内機関投資家、格付け機関など情報面で優位にある主体からのガバナンスが有効であることを示すものとなった。望ましいコーポレート・ガバナンスの姿は企業属性により異なると思われるが、本研究の結果は情報の非対称性が大きい経営問題が深刻な企業では情報優位者によるガバナンスが特に重要であることを示唆している。