

# コーポレートガバナンスと退職給付信託

柳瀬典由 後藤晋吾 上野雄史

- 1 はじめに
- 2 制度的背景
  - 2.1 コーポレートガバナンス改革と企業年金
  - 2.2 退職給付信託とみなし保有株式
  - 2.3 みなし保有株式の現状
- 3 退職給付信託の現状
  - 3.1 退職給付制度における退職給付信託の利用実態
  - 3.2 年金資産に占める退職給付信託の割合
- 4 退職給付信託を利用する企業の特徴
  - 4.1 データと分析方法
  - 4.2 実証結果
- 5 まとめ

引用文献

## 1. はじめに

2021年6月、コーポレートガバナンス・コードの再改訂ならびに投資家と企業の対話ガイドライン（対話ガイドライン）の改訂が行われ<sup>1)</sup>、母体企業と企業年金受益者との潜在的な利益相反に関する原則が強化された。具体的には受益者のための年金資産管理を母体企業が妨げないことが重要との観点から、「自社の企業年金の運用に当たり、企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求める等により、企業年金の適切な運用を妨げていないか」という項目（原則4-3-2）が新設された。

こうした背景には企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に関して、コーポレートガバナンス・コードや対話ガイドラインからの要求が高まることにより、企業年金に対する人事面や運営面での母体企業の関与がさらに大きくなり、企業年金運用上の独立性が損なわれる可能性が指摘されてきたことにある。そもそも年金資産は退職給付に充てられるべきものであり、それは母体企業の資産・負債から法的に分離され、母体企業の破綻リスク等から隔離されることが一般に求められる。したがって、一連の企業年金政策は母体企業の特性と

は独立に意思決定されるはずだが、実際には企業年金が母体企業の財務的意思決定の一環として運営・管理され、様々な場面で母体企業（経営者）と受益者（従業員・受給者）との間の利益相反が生じうる現象が指摘されてきた（Petersen, 1994; Rauh, 2009; Chaudhry et al. 2017; Bartram, 2018; Goto and Yanase, 2021 など）<sup>2)</sup>

本稿では企業年金政策をめぐる母体企業・受益者間の利益相反を考察する上で興味深い対象として、コーポレートガバナンスと退職給付信託の関係を実証的に検討する。退職給付信託は日本独自の仕組みであり、日本企業のコーポレートガバナンスと企業年金政策との関係について独自の視点を提供する可能性があるが、この点に焦点をあてた既存研究は数少ない。信託拠出により母体企業が保有する株式は企業の資産から分離され、退職給付信託として年金資産の一部を構成する。興味深いことに、信託拠出においては資産の所有権は企業年金制度に移行する一方、その議決権は引き続き母体企業が保有する。母体企業が直接保有しないにもかかわらず議決権保有権限やその指図権限を有する株式はみなし保有株式と呼ばれる。みなし保有株式は純投資以外の政策保有株式を構成し、その保有政策は母体企業の経営政策の一環として位置づけられる。したがって、退職給付信託の利用の有無やその利用の程度には、母体企業・受益者間の潜在的な利益相反に関する裁量的な情報が織り込まれている可能性がある。

母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスのあり方、つまり機関投資家の株式保有や取締役会構成等が、年金資産管理方針や年金凍結等の企業年金政策に影響を及ぼす可能性について論じた研究は少なからず存在する（Cocco and Volpin, 2007; Anantharaman and Lee, 2014; Vafeas and Vlittis, 2016, 2018; Huang et al. 2020 等）<sup>3)</sup>。例えば、Huang et al. (2020) によれば、年金サービスを提供する金融機関等がブロックホルダーとなっている企業では、当該金融機関等が将来的に当該企業に対して年金サービスを提供する可能性が高まることを指摘している。また、企業年金政策の決定における取締役会構成の役割を検討した Vafeas and Vlittis (2016) によれば、母体企業が財務困難に直面した場合、社外取締役比率が高い取締役会は年金資産のうちリスクの高い有価証券への配分割合を低くする傾向にあることを確認し、社外取締役が年金受給者に対する義務を意識している可能性を論じている。その一方で、Vafeas and Vlittis (2018) によれば、社外取締役比率が高いほど企業年金制度の凍結（ペンション・フリーズ）が実施される可能性が高く、コーポレートガバナンスの強化によって、受給者の利益よりも株主価値が増加する方向での企業年金政策が採用される傾向にあることが指摘されている。

このように、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスと企業年金政策とがどのような関係にあるかは未解決の問題であり、さらなる実証的証拠の蓄積が求められる。そして、母体企業・受益者間の潜在的な利益相反を考える上で退職給付信託は興味深いテーマであるにもかかわらず、これを分析対象とする実証研究はほぼ皆無であり、その意義や役割を議論す

ることには意義がある。

本稿で行った 2013 年 4 月期から 2021 年 3 月期までの全上場企業を対象にした実証分析の結果、規模が大きく設立が古く現預金が潤沢ではなく、かつ、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスの程度が低く、既存経営者の地位を維持するインセンティブが強い企業において、退職給付信託が利用される傾向が高く、年金資産に占める退職給付信託額の比率も高くなる傾向が確認された。このことから、母体企業・受益者間の利益相反の懸念を軽減するためにも、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスのあり方が重要な意味を持ちうることが示唆される。

本稿の構成は以下の通りである。第 2 節では本稿の論点に関わる制度的背景を整理する。具体的にはコーポレートガバナンス改革における企業年金の位置づけに加えて、退職給付信託で保有するみなし保有株式の現状について、有価証券報告書の「株式保有の状況」のデータを整理することを通じて概観する。第 3 節では退職給付信託の現状について、有価証券報告書の退職給付関連の情報開示をもとに整理する。第 4 節では、退職給付信託の利用の程度と母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスとの関係についての実証結果を報告する。最後に第 5 節では本稿のまとめを述べる。

## 2. 制度的背景

### 2.1. コーポレートガバナンス改革と企業年金

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応を促すための仕組みとして、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、2018 年にはその改訂版とともに対話ガイドラインが公表された。こうした一連のコーポレートガバナンス改革において、アセットオーナーとしての企業年金の役割の向上に対する期待は大きく、コーポレートガバナンス・コード（2018 年改訂）と対話ガイドラインにおいて、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に関する記述が新設された。そこでは、事業主たる母体企業が、自社の企業年金の運用に関する資質を備えた人材を計画的に登用・配置するとともに、そうした取組みの内容を開示することが求められている<sup>4)</sup>。

企業年金のアセットオーナーとしての専門性の向上は、最終受益者であり母体企業のステークホルダーでもある従業員の資産形成に寄与するとともに、こうした従業員への貢献等を通じて、母体企業の中長期的な企業価値や株主価値の向上につながることも期待されており、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（フォローアップ会議）においても、コーポレートガバナンス改革を巡る重要課題の一つとして継続的に取り上げられている<sup>5)</sup>。

他方で、2018 年に新設された記述をめぐっては、フォローアップ会議の参加メンバーや

パブリックコメントから、いくつか慎重な意見も提示されてきた。中でも、特に重要と考えられるのは、母体企業・受益者間の潜在的な利益相反に関する懸念である。すなわち、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に関して、コーポレートガバナンス・コードや投資家と企業の対話ガイドラインからの要求が高まることにより、企業年金に対する人事面や運営面での母体企業の関与がさらに大きくなり、企業年金運用上の独立性が損なわれる可能性が指摘されてきたのである。

こうした議論を経て、2018年6月に新設されたコーポレートガバナンス・コード（原則2-6）においては、「上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである」との文言が、また、対話ガイドライン（原則5-1）の脚注においても、「対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である」との文言が明記されている。

このように、2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂や対話ガイドラインにおいて、母体企業と企業年金の受益者との間の利益相反管理の重要性は文言として明記されたわけだが、その後もこの論点については継続的に議論されてきた<sup>6)</sup>。こうしたなか、2021年に改訂された対話ガイドラインにおいて、受益者のための年金資産運用の実効性が担保されるべきとの観点から、現行の原則5-1（改訂案では原則4-3-1）に加えて、「自社の企業年金の運用に当たり、企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求める等により、企業年金の適切な運用を妨げていないか」という文言（原則4-3-2）が新たに追加された<sup>7)</sup>。

## 2.2. 退職給付信託とみなし保有株式

2021年6月に改訂された対話ガイドライン（原則4-3-2）では、母体企業・企業年金の受益者間の利益相反管理として運用委託先の選定への配慮にその焦点がおかれている。2021年改訂に先立って開催されたフォローアップ会議（第24回）の議事録によれば、母体企業と企業年金の関係がより緊密になるということによるデメリット、すなわち、受益者の最善の利益が実現されないという意味の利益相反の可能性が一層高まることへの懸念が指摘されている<sup>8)</sup>。さらに興味深いことに、母体企業が退職給付信託で保有しているみなし保有株式の取り扱いについて、それが母体企業・企業年金の受益者間の利益相反の観点から一定の懸念があることにも言及されている。

そもそも退職給付信託とは、母体企業が保有する株式等の有価証券を退職給付のための信託契約に拠出する仕組みである。母体企業はまず、信託銀行と信託契約を結び、退職給付に備えた資産を拠出する。拠出された資産は、信託銀行が形式上保有することになり、信託銀行を通じて、受益者に対する退職給付の支払いが履行される。もちろん、信託拠出された資

産は退職給付以外の目的には使用できず、法的には事業主たる母体企業から分離されるが、  
拠出された資産が株式の場合には、信託契約において、議決権の行使を指図することが可能  
となる。

重要なのは、この仕組みを利用することで、母体企業が保有する持ち合い株式を事実上手  
放すことなく、つまり、議決権行使の可能性を残しつつも、企業年金の積立不足を圧縮する  
ことが可能となる点である。というのも、「退職給付に係る会計基準」では、企業の保有資  
産を退職給付信託として拠出することによって、会計上の年金資産とする方法が認められて  
いるからである<sup>9)</sup>。

退職給付信託は2001年3月期の「退職給付に係る会計基準」導入時に併せて設けられた  
という経緯がある。「退職給付に係る会計基準」の導入によって、企業年金の積立不足部分  
が新たに退職給付引当金（現在の退職給付に係る負債）として認識されることになったのだ  
が、当時の日本の上場企業の多くは会計上の積立不足に直面しており、退職給付に係る新た  
な負債がオンバランスされることで、自社の格付けや債務契約に好ましくない影響が生じる  
ことを懸念していた。また、退職給付引当金の負債認識に伴って、その償却額は損益計算書  
を経由して各期の純利益にも影響を与えることから、将来的に認識しなければならない負債  
額を圧縮したいという動機づけも生じていた。

当時、会計上の積立不足に直面していた企業の中には、保有株式を企業年金制度に拠出する  
ことで積立不足の穴埋めを行うものが少なからず存在しており、これを実施するためのスキ  
ームとして退職給付信託が利用されたのである。これにより、母体企業は、持ち合い株式  
を実質的に社外放出せずその議決権を保持したまま積立不足への対処を可能とし、持ち合い  
株式を通じた企業間関係を維持しつつ実質的に「退職給付に係る会計基準」への対応を行っ  
たのである。

このように、退職給付信託に設定された株式は母体企業でなく信託銀行が保有するものの、  
議決権行使の指示権限は母体企業に残されているため、現在では、みなし保有株式として政  
策保有株式を構成している。ここに、みなし保有株式は年金資産の一部を構成するにもかか  
わらず、事実上、議決権を有する母体企業が裁量的にその管理を行う余地が非常に大きく企  
業年金の事務局が管理できていない空白地帯として放置されているのではないかという懸念  
が生じる。

### 2.3. みなし保有株式の現状

政策保有株式とは保有目的が純投資目的（専ら株式の価値の変動又は配当の受領によって  
利益を得ることを目的とすること）以外のものを指し、一般に、(1) 保有目的が純投資目的  
以外の目的である投資株式（特定投資株式）及び、(2) 純投資目的以外の目的で提出会社が  
信託契約その他の契約又は法律上の規定に基づき「議決権行使権限」を有する株式（みなし

保有株式)、を意味する。政策投資株式にはいわゆる持ち合い株式も含まれており、わが国特有の企業間関係を理解する上できわめて重要な情報をもつ。例えば、政策保有株式に関する情報には、取引先との中長期的な取引関係の継続・強化や企業グループにおける関連事業推進や関係強化等、個々の企業の財務諸表からは捉えきれない内容が含まれる。

みなし保有株式を含む政策保有株式に関するディスクロージャーは、2010年3月31日に公布・施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」において本格的に導入された<sup>10)</sup>。具体的には、有価証券報告書の「株式保有の状況」において、政策保有株式の銘柄数および貸借対照表計上額の合計額は総額開示されるとともに、特に重要な銘柄については、銘柄ごとに、銘柄、株式数、貸借対照表計上額および具体的な保有目的が開示(銘柄別開示)されることになった<sup>11)</sup>。

2019年1月には「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、2019年3月期決算の有価証券報告書から政策保有株式に関する開示が大幅に見直された。これは、2018年6月に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」を受けてのものである。そして、この改正において「有価証券報告書」における政策保有株式に関するディスクロージャーの強化が示され、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から順次、適用が開始されている<sup>12)</sup>。

図表1は2010年度から2019年度までの期間において、(A)全上場企業・(B)東証1部上場企業を対象として、有価証券報告書の「株式保有の状況」に記載されている情報をもとにみなし保有株式の①銘柄数、②所有株式数合計(万円)、③株式簿価合計(百万円)の平均値と中央値を計算しその推移を示したものである。これによると、みなし保有株式を設定している企業数は、(A)全上場企業ベースで約8%、(B)東証1部上場企業ベースだと約14%であり、概ね東証1部上場企業によるみなし保有の設定が全体の結果を牽引していることがわかる<sup>13)</sup>。また、みなし保有株式として設定されている銘柄数の平均(中央値)は5銘柄(4銘柄)程度であるが、銘柄数の時系列推移からは大きな変化は見られない。なお、時系列推移に関しては、所有銘柄数合計に関しては2015年度あたりで減少の兆候が見られるものの、株式簿価合計に関しては少なくとも減少傾向は見られない。2010年代のコーポレートガバナンス改革とそれに伴う政策保有株式に係るディスクロージャーの強化を背景に政策保有株式の保有に対する市場規律が強化される中、現状としてはその実態に大きな変化を確認することはできない。

### 3. 退職給付信託の現状

#### 3.1. 退職給付制度における退職給付信託の利用実態

近年、拠出建て(Defined Contribution, DC型)の企業年金制度の導入をはじめとして、

図表 1 みなし保有株式の設定状況 (2010 年度～2019 年度)

(A) 全上場企業										
年度	会社数	銘柄数			所有株式数合計 (万株)			株式簿価計 (百万円)		
		会社数	平均値	中央値	会社数	平均値	中央値	会社数	平均値	中央値
2010	3,615	280	4.6	4	280	953	284	277	8,311	2,232
2011	3,560	305	4.7	4	305	1,030	293	302	8,171	2,189
2012	3,550	295	4.7	4	295	1,040	306	294	9,993	2,649
2013	3,536	302	4.8	4	302	1,120	301	302	11,611	2,983
2014	3,592	308	4.8	4	308	1,070	301	307	14,185	3,665
2015	3,627	314	4.6	3	314	997	263	313	11,003	2,667
2016	3,660	315	4.6	3	315	878	222	315	11,909	2,782
2017	3,708	305	4.6	3	305	704	177	305	12,994	3,120
2018	3,760	304	4.9	3	304	640	165	304	11,421	2,648
2019	3,808	295	5.1	3	295	658	165	296	10,159	2,300
計	36,416	3,023			3,023			3,015		

(B) 東証 1 部上場企業										
年度	会社数	銘柄数			所有株式数合計 (万株)			株式簿価計 (百万円)		
		会社数	平均値	中央値	会社数	平均値	中央値	会社数	平均値	中央値
2010	1,615	236	4.8	4	236	1,110	367	234	9,679	3,028
2011	1,616	263	4.8	4	263	1,170	349	261	9,288	2,969
2012	1,642	254	4.9	4	254	1,190	348	254	11,363	3,254
2013	1,781	267	5.0	4	267	1,260	351	267	12,994	3,610
2014	1,854	271	5.0	4	271	1,210	360	270	15,939	4,387
2015	1,931	273	4.8	4	273	1,130	320	272	12,505	3,315
2016	1,985	275	4.8	3	275	994	284	275	13,471	3,443
2017	2,059	266	4.7	3	266	791	215	266	14,438	3,749
2018	2,122	265	5.1	4	265	719	200	265	12,650	3,182
2019	2,144	257	5.4	4	257	741	200	258	11,323	2,774
計	18,749	2,627			2,627			2,622		

(出典) 有価証券報告書「株式保有の状況」をもとに筆者作成。

退職後所得保障システムの多様化が進展している。退職給付信託は退職給付制度、すなわち、退職一時金・給付建て (Defined Benefit, DB 型) の企業年金制度に関する論点であるため、ここでは先ず、上場企業を対象にわが国の退職給付制度の採用実態を確認する。図表 2 は 2013 年度から 2021 年度までの期間において、(A) 全上場企業・(B) 東証 1 部上場企業・(C) それ以外の上場企業を対象として、有価証券報告書の記載情報をもとに退職給付制度の採用割合を計算し各年度の推移を示したものである。採用割合は退職給付債務 (PBO) 計上企業の割合として計算している。なお、対象企業の選定にあたっては 12 か月決算以外の企業や債務超過企業はサンプルから除外している。

これによると、サンプル期間平均としては、全上場企業の約 78%、東証一部上場企業の約 86%、それ以外の上場企業では全体の 68% の企業が退職給付制度を採用していることが

図表 2 退職給付制度の採用状況（2013 年度～2021 年度）

年度	(A) 全上場企業		(B) 東証 1 部		(C) それ以外	
	採用割合	企業数	採用割合	企業数	採用割合	企業数
2013	82.7%	3,374	90.9%	1,665	74.7%	1,709
2014	81.6%	3,412	90.0%	1,731	72.9%	1,681
2015	80.2%	3,456	88.6%	1,808	71.1%	1,648
2016	79.7%	3,485	87.8%	1,864	70.3%	1,621
2017	78.1%	3,538	86.8%	1,937	67.6%	1,601
2018	77.1%	3,592	85.0%	2,008	67.0%	1,584
2019	76.2%	3,628	84.4%	2,026	65.9%	1,602
2020	74.8%	3,663	83.3%	2,055	64.0%	1,608
2021	73.0%	3,724	83.1%	2,055	60.7%	1,669
平均	78.1%	31,872	86.4%	17,149	68.3%	14,723

(注) 退職給付債務 (PBO) 計上企業の割合で計算。債務超過企業は除く。  
(出典) Astra Manager (Quick) からデータを入手し筆者計算。

確認できる。このことから現状では、東証 1 部上場企業を中心に多くの企業が、退職一時金と DB 型の企業年金制度のいずれか、あるいは両方を設置しているという実態が浮き彫りになる。ただし、例えば、2013 年度にはこの比率が平均 9 割を超えていた東証一部上場企業でも、2021 年度にはそれが 83% 程度にまで低下しており、退職給付制度を採用する企業が減少傾向にあることも確認できる。

それでは、退職給付制度を採用している企業のうち退職給付信託を活用しているのはどの程度あるのだろうか。図表 3 は 2013 年度から 2021 年度までの期間において、退職給付制度を有する企業に対する退職給付信託の利用割合を計算し各年度の推移を示したものである。利用割合は、退職給付信託額の割合が正の値で開示されている企業の割合で計算している。なお、対象企業の選定にあたっては 12 か月決算以外の企業や債務超過企業はサンプルから除外している。図表 3 によると、サンプル期間平均としては退職給付制度採用企業のうち約 12% の企業が退職給付信託を活用していることがわかる。また、この割合は、東証 1 部上場企業のみを対象とした場合には約 17% であるのに対し、それ以外の上場企業のみを対象とした場合には 5% 未満にすぎないことも確認できる<sup>14)</sup>。すなわち、東証 1 部上場企業による退職給付信託の利用が多くを占めることが示唆される。

なお、サンプル期間中の時系列変化に関しては、退職給付信託の利用割合は少なくとも減少傾向にはなく、これは図表 1 で確認したみなし保有株式の設定動向とも整合的な結果である。また、図表 4 では、業種別（東証大分類）の分布状況を確認したものであるが、退職給付信託を利用する企業は、建設業・製造業等、伝統的な第 2 次産業において高い傾向にあることが確認できる。

図表 3 退職給付信託の利用状況（2013 年度～2021 年度）

年度	(A) 全上場企業		(B) 東証 1 部		(C) それ以外	
	利用割合	企業数	利用割合	企業数	利用割合	企業数
2013	10.0%	2,790	15.5%	1,513	3.5%	1,277
2014	12.1%	2,783	17.9%	1,558	4.7%	1,225
2015	12.2%	2,773	17.7%	1,602	4.8%	1,171
2016	12.1%	2,776	17.2%	1,637	4.7%	1,139
2017	11.8%	2,764	16.4%	1,681	4.8%	1,083
2018	11.9%	2,768	16.2%	1,706	4.9%	1,062
2019	12.0%	2,766	16.4%	1,710	4.9%	1,056
2020	12.0%	2,740	16.4%	1,711	4.8%	1,029
2021	12.4%	2,720	16.7%	1,707	5.2%	1,013
平均	11.8%	24,880	16.7%	14,825	4.7%	10,055

(注) 退職給付信託額の割合が正の値で開示されている企業の割合で計算。債務超過企業は除く。

(出典) Astra Manager (Quick) からデータを入手し筆者計算。

図表 4 退職給付信託の利用状況（業種別）

東証大分類	利用割合	企業数
建設業	22.2%	855
製造業	19.9%	7,804
運輸・情報	18.8%	1,661
金融・保険	15.0%	200
電気・ガス	13.7%	175
商業	10.3%	2,608
不動産業	7.4%	379
サービス	6.3%	1,029
鉱業	5.4%	56
水産・農林業	0.0%	58
平均	16.7%	14,825

(注) 退職給付信託額の割合が正の値で開示されている企業の割合で計算。債務超過企業は除く。

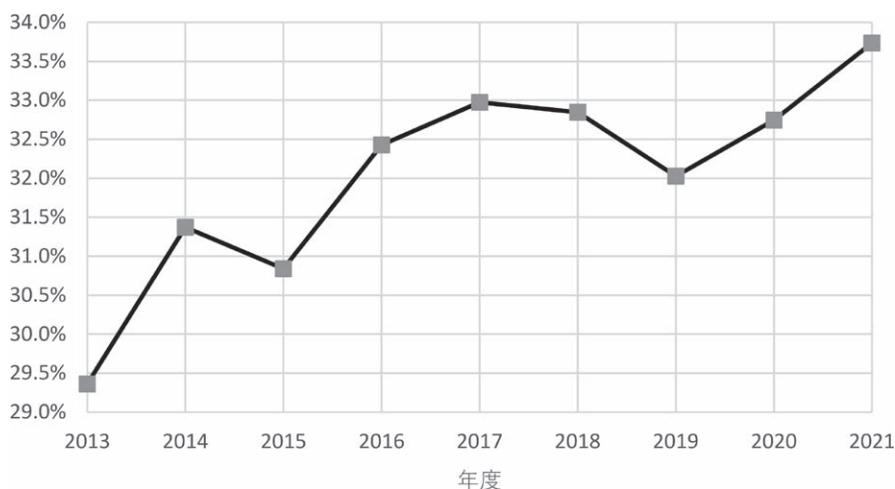
(出典) Astra Manager (Quick) からデータを入手し筆者計算。

### 3.2. 年金資産に占める退職給付信託の割合

年金資産は母体企業の資産・負債から法的に分離され、母体企業の破綻リスク等から隔離されることが一般に求められるので、企業年金の運営・管理について母体企業の特長とは独立に意思決定することになる。その一方で、企業年金政策が将来の年金債務を最も適切に充足するという観点ではなく、母体企業の企業価値や株主価値の最大化という観点から決定される可能性も議論されてきた (Petersen, 1994; Rauh, 2009; Chaudhry et al. 2017; Bartram, 2018; Goto and Yanase, 2021 等)。

既に述べた通り、退職給付信託を利用することにより、議決権行使の指示権限を母体企業

図表5 年金資産に占める退職給付信託の割合（東証1部）



(注) 債務超過企業は除く。

(出典) Astra Manager (Quick) からデータを入手し筆者計算。

に残したまま、母体企業の保有株式を会計上の年金資産とすることができる。もちろん、退職給付信託として計上するための要件として、当該資産を退職給付に充てられることを退職金規程等により明確にしておく必要がある。その一方で、当該株式の議決権は依然、母体企業が保有し、政策保有株式として母体企業の経営戦略・財務政策等の一環として位置づけられている。したがって、退職給付信託の利用の有無やその利用の程度、すなわち、年金資産の金額に占める退職給付信託額の割合という情報には、母体企業・受益者間の潜在的な利益相反の程度が織り込まれている可能性がある。

図表5は2013年度から2021年度までの期間において、退職給付信託の利用が多い東証1部上場企業を対象として、年金資産の金額に占める退職給付信託額の割合計算し各年度の平均値の推移を示したものである。これによると、サンプル期間の平均は3割を超える水準にあり、この割合はサンプル期間を通じて少なくとも減少傾向にはなく、寧ろ上昇トレンドにあることが見て取れる。この期間はわが国のコーポレートガバナンスへの社会的関心が高まった時期でもあり、特に2010年代後半は政策保有株式の保有に対する外部規律が強化されたタイミングでもあるが、少なくとも退職給付信託で保有するみなし保有株式に関しては、その減少傾向は確認されない。

#### 4. 退職給付信託を利用する企業の特徴

##### 4.1. データと分析方法

本節では2013年4月期から2021年3月期に決算期を迎える全上場企業を対象として、退

職給付信託を利用する企業の特徴を探る。なお、後述するコーポレートガバナンスの程度を代理する変数（外国人投資家比率と社外取締役比率）については2013年4月期から2020年3月期までの期間、買収防衛策ダミーについては2015年4月期から2020年3月期までの期間についてデータが取得できたことから、推定式ごとにサンプル期間とサンプル数が異なっている。また、12か月決算以外の企業や債務超過企業はサンプルから除外している。さらに、退職給付信託の利用は退職給付制度の採用を前提とするため、退職給付制度未採用（退職給付債務が欠損値）の企業もサンプルから除外する。企業財務・退職給付関連データはQuick Astra Managerより、コーポレートガバナンス関連データはNEEDS-Cgesより入手した。

被説明変数としては、①退職給付信託の利用の有無（退職給付信託利用ダミー）および②年金資産に占める退職給付信託額の比率（退職給付信託額比率）を用いる。①退職給付信託利用ダミーは、②退職給付信託額比率がゼロよりも大きな値を取る場合に1をそうでない場合に0を取るダミー変数として定義する。既に述べた通り、これらの変数には母体企業・受益者間の潜在的な利益相反の程度が織り込まれている可能性がある。

被説明変数には、総資産（自然対数）、社歴（実質設立年月日から決算年月日までの年数を計算）、現預金比率（現金・預金／総資産）、退職給付債務比率（退職給付債務／純資産）、外国人投資家比率、社外取締役比率、買収防衛策ダミー（買収防衛策の実施が確認された場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数）、年度ダミー（4月決算期から3月決算期までを同一年度と定義）、業種ダミー（東証大分類ベース）を用いる。なお、買収防衛策ダミーに関してはコーポレートガバナンス報告書からの入手であり2015年度以降のデータを使用している。これらのうち、外国人投資家比率と社外取締役比率はコーポレートガバナンスの程度を代理する変数であり、仮に、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスが母体企業・受益者間の潜在的な利益相反を軽減する効果があるならば、これらの変数の係数に予想される符号はマイナスとなる（Vafeas and Vlittis, 2016）。また、買収防衛策ダミーは、退職給付信託で保有するみなし保有株式が母体企業の経営者の保身のためのツールとして利用されている可能性を検討するために採用する。したがって、この変数の係数に予想される符号はプラスとなる。

分析方法としては、①退職給付信託利用ダミーを被説明変数とするロジット分析に加えて、②退職給付信託額比率を被説明変数とするヘックマンの2段階推定を実施する。というのも、年金資産に占める退職給付信託額の比率の決定に際して、その前提として退職給付信託の設定に関する意思決定があり、サンプルセレクションバイアスが懸念されるからである。

図表6は分析で用いた変数に関する基本統計量である。退職給付信託利用ダミーの平均は0.12であり、退職給付制度採用企業のうち12%が退職給付信託を利用していることがわかる。また、退職給付信託額比率の平均は34%であり、退職給付信託を利用する企業では年金

資産の3割強が退職給付信託で占められていることが確認できる。なお、これらの結果は図表3と図表5でも確認済みである。社歴の平均は約60年とかなり長く、総資産に対して約2割の現金・預金（現預金比率の平均：19.9%）を保有している。また、退職給付債務は母体企業の純資産（総資産－総負債）の16.5%を占めており、依然としてその財務的負担は小さくないことが伺われる。外国人投資家比率は4.7%であり低いようにも見えるが、標準偏差は9.9%、最大値（図表6には未掲載）は80%を超えており、企業間で一定のばらつきがある。社外取締役比率も平均は23.1%であり取締役の4分の1程度は社外取締役であることがわかる。買収防衛策ダミーの平均は0.14であり、退職給付制度採用企業のうち14%が何らかの買収防衛策を設定していることが確認できる。

図表7は説明変数間の相関係数行列であるが、分析を実施するにあたって懸念されるほど高い相関は見当たらない。

図表6 基本統計量

	単位	サンプル数	平均	標準偏差	中央値
退職給付信託利用ダミー		24,880	0.12	0.32	0
退職給付信託額比率	%	2,280	34.14	28.13	26
総資産	百万円	24,880	438,479	5,263,005	42,103
社歴	年	24,880	59.03	25.10	62.9
現預金比率	%	24,880	19.94	14.26	16.6
退職給付債務比率	%	24,880	16.45	48.97	10.1
外国人投資家比率	%	19,322	4.72	9.87	0.1
社外取締役比率	%	19,090	23.18	13.45	22.2
買収防衛策ダミー		13,579	0.14	0.35	0

（注）退職給付信託額比率は退給付信託を利用する企業のみが対象となるためサンプル数が少ない。

図表7 相関係数行列

	総資産 (自然対数)	社歴	現預金比率	退職給付 債務比率	外国人投 資家比率	社外取締 役比率	買収防衛策 ダミー
総資産（自然対数）	1.00						
社歴	0.28	1.00					
現預金比率	-0.37	-0.30	1.00				
退職給付債務比率	0.05	0.06	-0.08	1.00			
外国人投資家比率	0.32	0.01	-0.04	0.02	1.00		
社外取締役比率	0.19	0.00	0.02	0.01	0.00	1.00	
買収防衛策ダミー	0.13	0.21	-0.08	0.00	0.06	0.04	1.00

（注）買収防衛策ダミーと関連する相関係数の計算にあたってのサンプル数は13,298、外国人投資家比率と社外取締役比率と関連する相関係数の計算にあたってのサンプル数は19,090、それ以外は24,880である。

## 4.2. 実証結果

図表 8 は退職給付信託利用ダミーを被説明変数とするロジット分析の結果である。1 列目は、コーポレートガバナンス関連変数と買収防衛策ダミーを除いた企業属性変数のみからなる基本モデルの推定結果である。なお、サンプル期間を 2013 年 4 月期から 2022 年 3 月期まで拡張しているためサンプル数が多くなっている。総資産（自然対数）と社歴の係数はプラスで 1% 有意、現預金比率の係数はマイナスで 1% 有意であることから、規模が大きく設立が古く現預金が潤沢ではない企業において退職給付信託の利用の可能性が高い傾向にあることが見て取れる。

2 列目は、1 列目の基本モデルにコーポレートガバナンス関連変数を加えたモデルの推定結果であり、サンプル期間は 2013 年 4 月期から 2020 年 3 月期までの 8 年間である。3 つの企業属性変数の係数は変数基本モデルと同様の結果が保持されており、それに加えて社外取締役比率の係数がマイナスで 1% 有意である。さらに 3 列目の結果を見ると、これらに加えて、買収防衛策ダミーの係数がプラスで 1% 有意となっていることがわかる。以上の結果から、規模が大きく設立が古く現預金が潤沢ではなく、かつ、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスの程度が低く、既存経営者の地位を維持するインセンティブが強い企業において、退職給付信託が利用される傾向が高いことが示唆される。

最後に、図表 9 において退職給付信託額比率を被説明変数とするヘックマンの 2 段階推定

図表 8 退職給付信託の利用の有無

	(1)	(2)	(3)
総資産（自然対数）	0.362 *** [28.928]	0.409 *** [24.340]	0.376 *** [20.209]
社歴	0.013 *** [14.488]	0.013 *** [12.377]	0.012 *** [9.825]
現預金比率	-0.021 *** [-9.863]	-0.023 *** [-9.096]	-0.021 *** [-7.149]
退職給付債務比率	0.001 * [1.649]	0.000 [1.330]	0.001 [1.356]
外国人投資家比率		-0.006 * [-1.900]	-0.006 [-1.213]
社外取締役比率		-0.011 *** [-5.119]	-0.011 *** [-4.466]
買収防衛策ダミー			0.454 *** [6.592]
業種ダミー	有	有	有
年度ダミー	有	有	有
サンプル数	24,880	19,090	13,298

(注) 括弧内は t 値, \*\*\* は 1%, \*\* は 5%, \* は 10% の統計的有意水準を示している。

図表 9 年金資産に占める退職給付信託額の比率

	2nd Stage		1st Stage	
	(1)	(2)	(3)	(4)
総資産（自然対数）	10.517 *** [19.193]	9.745 *** [15.413]	0.205 *** [24.650]	0.189 *** [20.043]
社歴	0.487 *** [15.507]	0.458 *** [12.189]	0.008 *** [16.048]	0.008 *** [12.414]
現預金比率	-0.652 *** [-8.899]	-0.596 *** [-6.993]	-0.009 *** [-7.483]	-0.008 *** [-6.060]
退職給付債務比率	-0.031 * [-1.843]	-0.023 [-1.237]	0.000 ** [2.493]	0.000 ** [2.300]
外国人投資家比率	-0.276 *** [-3.655]	-0.198 * [-1.660]	-0.004 *** [-3.069]	-0.002 [-1.154]
社外取締役比率	-0.275 *** [-4.628]	-0.338 *** [-4.353]	-0.004 *** [-4.425]	-0.006 *** [-4.505]
買収防衛策ダミー		13.554 *** [6.119]		0.233 *** [6.351]
業種ダミー	有	有	無	無
年度ダミー	有	有	無	無
サンプル数	19,112	13,320	19,112	13,320

(注) 括弧内は t 値, \*\*\*は 1%, \*\*は 5%, \*は 10% の統計的有意水準を示している。

の結果を確認する。なお、尤度比検定の結果、ヘックマンの選択方程式の正当性は確保されている。1 列目と 2 列目は退職給付信託額比率を被説明変数とする回帰方程式（2 段階目）の推定結果を、3 列目と 4 列目は選択方程式（1 段階目）の推定結果を示している。なお、1 列目と 3 列目のモデルには買収防衛策ダミーが含まれていないため、サンプル期間は 2013 年 4 月期から 2020 年 3 月期までの 8 年間であるが、2 列目と 4 列目のモデルにはそれが含まれているため、2015 年 4 月期から 2020 年 3 月期までのやや短めのサンプル期間となっている。

推定結果は以下の通りである。1 段階目と 2 段階目の結果から、規模が大きく設立が古く現預金が潤沢ではなく、かつ、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスの程度が低く、既存経営者の地位を維持するインセンティブが強い企業において、①退職給付信託が利用される傾向が高く、年金資産に占める退職給付信託額の比率も高くなる傾向にあることが確認される。また、1 列目と 3 列目の結果を見ると、社外取締役比率に加えて、外国人投資家比率の係数もプラスで 1% 有意であり、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスの程度が

高いほど、退職給付信託の利用の有無とその程度が低い傾向にあることが見て取れる。

## 5. まとめ

本稿では、母体企業・受益者間の潜在的な利益相反問題の観点から、コーポレートガバナンスと退職給付信託との関係を実証的に考察した。退職給付信託で保有するみなし保有株式は年金資産の一部を構成する一方、議決権を有する母体企業が裁量的にその管理を行う余地があるからである。さらに、これは政策保有株式として母体企業の経営政策の一環として位置づけられる可能性があり、それゆえ、退職給付信託の利用の有無やその程度には母体企業・受益者間の潜在的な利益相反に関する情報が反映される可能性がある。

2013年4月期から2021年3月期までの全上場企業を対象にした実証分析の結果、規模が大きく設立が古く現預金が潤沢ではなく、かつ、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスの程度が低く、既存経営者の地位を維持するインセンティブが強い企業において、退職給付信託が利用される傾向が高く、年金資産に占める退職給付信託額の比率も高くなる傾向にあることが確認された。このことから、母体企業・受益者間の利益相反の問題を軽減するためにも、母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスのあり方が重要な意味を持ちうることが示唆される。

## 注

- 1) 対話ガイドラインは、機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項をとりまとめた文書であり、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを促すことが意図されている。
- 2) 例えば、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給付建て (Defined Benefit, DB 型) 年金を積立不足状態にする可能性を分析している。彼らの研究によれば、母体企業は自社の新規投資のための財務的な余裕を確保するべく、意図的な積立不足を行う可能性があるという。さらに、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。このように母体企業には、意図的な積立不足をつくり出すという企業年金政策を活用し、株主利益の観点から従業員へのリスクシフトを行うインセンティブが存在する可能性がある。さらに、母体企業の財務基盤がさほど強固ではなく積立不足の負担に耐え切れないと判断した企業の中には、財務的な負担が軽い別の企業年金の仕組み、例えば、拠出建て (Defined Contribution, DC 型) の企業年金等への制度移行を積極的に検討するインセンティブも生じうる (Petersen, 1994)。
- 3) 母体企業「自ら」のコーポレートガバナンスと企業年金政策との関係については、柳瀬・後藤 (2020) や柳瀬 (2022) において網羅的に整理されている。
- 4) こうした動きの背景には、公的年金の運用機関である年金積立金管理運用独立行政法人

## コーポレートガバナンスと退職給付信託

(GPIF) や保険会社をはじめとするその他の機関投資家においてスチュワードシップ・コードの受け入れが進むなか、その受け入れが企業年金においては限定的であるとの認識があったと思われる。

- 5) フォローアップ会議とは、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスのさらなる充実に向けた施策を議論・提言することを目的として設置されたものである。2015年9月に第1回会議が開催されて以降、2022年5月までの期間に合計27回の会議が開催されており、2021年2月開催の第24回会議議題として、企業年金受益者と母体企業の利益相反管理について議論が行われている。
- 6) 例えば、スチュワードシップ・コードの2020年3月の再改訂時のパブリックコメントにおいては、母体企業のバランスシートの一部である企業年金が専ら年金基金の利益のために行動することが事実上制約されることへの懸念等も指摘されている。
- 7) 2021年2月15日に開催されたフォローアップ会議（第24回）では、「年金運用ガバナンスに関する実態調査2020」（有限責任あずさ監査法人が2020年11月に企業年金の運用実務担当者155名を対象に実施）のデータに基づき、運用能力だけで委託先を決定しているのは全体の3割程度であるとともに、母体企業との取引関係を重視して運用委託先を決めている企業も存在することが確認されている。
- 8) 利益相反に関する事項の開示や両者の関係等についての詳細な情報提供に係る取り決め等の充実に加え、利益相反そのものが生じ得る状況を緩和ないし除去するための積極的な措置の必要性についても指摘されている。
- 9) 「退職給付実務指針」（第7項）では、退職給付信託が年金資産に該当するための要件が規定されている。第一に当該信託が退職給付に充てられるものであることが退職金規程等により確認できること、第二に当該信託は信託財産を退職給付に充てることに限定した他益信託であること、第三に当該信託は事業主から法的に分離されており、信託財産の事業主への返還及び受益者に対する許害行為が禁止されていること、第四に信託財産の管理・運用・処分については、受託者が信託契約に基づいて行うこと、である。そして、退職給付信託が年金資産に該当するとされた場合には、信託される資産が事業主から拠出されたと同様の会計処理を行うこととされ、当該資産の時価と簿価の差額は退職給付信託設定損益となる（退職給付実務指針第46項、第50項及び設例7(2)）。
- 10) なお、政策保有株式に関するディスクロージャーに関しては、コーポレートガバナンス・コード（原則1-4）においても次のように規定されている。「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。」
- 11) 銘柄別開示の条件は、①貸借対照表計上額が資本金額の1%を超えるもの、②当該銘柄の貸借対照表計上額の大きい順の30銘柄（①が30銘柄に満たない場合）である。なお、2019年改正では、個別開示の対象となる銘柄数が現状の30銘柄から60銘柄に拡大されることになった。

- 12) 当該改正によって、開示項目については、従来からの項目に加えて、①提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容およびセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果（定量的な保有効果の記載が困難な場合は、その旨）、②株式数が増加した理由（最近事業年度における株式数とその前事業年度における株式数より増加した銘柄）等、詳細な情報が開示されることになった。
- 13) 例えば、銘柄数ベースで計算すると、全上場企業数（サンプル期間累計）は36,416社であり、そのうち3,023社がみなし保有株式を設定しているため、全体の約8%（=3,023/36,416）が設定していることになる。同様に計算すると、東証1部上場企業に関しては約14%（=2,627/18,749）の企業がみなし保有株式を設定している。
- 14) 退職給付信託が退職一時金に設定された場合には年金資産として計上されるので、ある企業が退職一時金のみしか有していない場合でも、年金資産は計上されることになる。そこで、この比率を計算するにあたって分母の数値を年金資産が計上されている企業に変更したところ、全体平均で約17%、東証1部上場企業のみを対象とした場合には約23%、それ以外の上場企業のみを対象とした場合では約9%であった。

## 引用文献

1. Anantharaman, D., and Y. G. Lee, (2014) "Managerial risk taking incentives and corporate pension policy," *Journal of Financial Economics*, 111 (2), 328-351.
2. Bartram S. M., (2018) "In good times and in bad: Defined-benefit pensions and corporate financial policy," *Journal of Corporate Finance*, 48, 331-351.
3. Cocco, J.F. and P.F. Volpin, (2007) "Corporate governance of pension plans: The U.K. evidence," *Financial Analysts Journal*, 63 (1), 70-83.
4. Chaudhry, N, H.H. Au Yong, and C. Veld, (2017) "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), 196-235.
5. Goto, S. and N. Yanase, (2021) "Pension return assumptions and shareholder-employee risk-shifting," *Journal of Corporate Finance* 70.
6. Huang, J., S. R. Matsunaga and Z. J. Wang, (2020) "The role of pension business benefits in institutional block ownership and corporate governance," *Contemporary Accounting Research*, 37 (4), 1959-1989.
7. Petersen, M.A., (1994) "Cash flow variability and firm's pension choice: A role for operating leverage," *Journal of Financial Economics* 36 (3), 361-383.
8. Rauh, J.D., (2009), "Risk shifting versus risk management: Investment policy in corporate pension plans," *Review of Financial Studies* 22 (7), 2687-2733.
9. Rauh, J. D., I. Stefanescu. and S. P. Zeldes (2020) "Cost saving and the freezing of corporate pension plans," *Journal of Public Economics* 188.
10. Vafeas N. and A. Vlittis, (2016) "The association between board composition and corporate pension policies," *Financial Review* 51 (4), 481-506.

コーポレートガバナンスと退職給付信託

11. Vafeas N. and A. Vlittis, (2018) "Independent directors and defined benefit pension plan freezes," *Journal of Corporate Finance* 50, 505-518.
12. 柳瀬典由・後藤晋吾 (2020) 「企業年金とガバナンス」『日本企業のコーポレートガバナンス：エージェンシー問題の克服と企業価値向上』（三隅隆司・茶野努・安田行宏 編著）中央経済社.
13. 柳瀬典由 (2022) 「コーポレートガバナンス改革と企業年金」『保険研究』第74集, 55-73.