

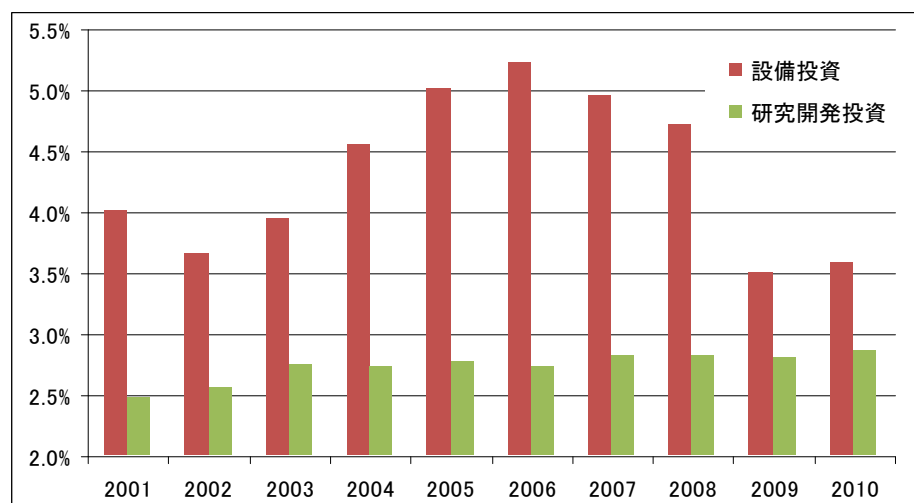
## (企業年金)：企業年金制度と研究開発投資

企業の成長には研究開発投資の安定的なファイナンスが必要不可欠だが、これと従来型の確定給付年金を同時に維持することは困難になりつつあるのではないかと。確定給付年金の見直しによるベネフィットを享受するには、人的資本の流出を防ぐための施策を併せて考える必要があろう。

日本企業の間では、確定給付（給付建て）年金を見直し、確定拠出年金等に移行する動きが進んできた。伝統的な確定給付年金には、長期勤続を促し、その企業に特有の（企業特殊的な）人的資本を蓄積するメリットがある。その一方で、企業年金の積立不足の解消のために、設備投資や研究開発投資などに利用可能な資金を不安定にするというデメリットがある。現在の日本企業にとって、このようなメリット、デメリットはどのような意味を持つだろうか。

現代の企業の投資活動の大きな特徴は研究開発投資の増加である。製品サイクルが短期化し、長期に亘り一つの製品で競争優位を保ちにくい中では、将来に稼ぎ頭となる製品ののための研究開発投資が必要不可欠である。図表1は東証一部上場の一般事業会社について、設備投資、研究開発投資の推移（ともに期首の総資産比）を見たものだが、設備投資が景気により増減しているのに対し、研究開発投資は安定しており、緩やかに増加基調を辿ってきていることが分かる。

図表1： 研究開発投資、設備投資の推移(対総資産比、2001年度～2010年度)



(資料) 日経 Financial Quest より筆者作成

その一方、研究開発投資には下記のような特徴がある。<sup>i</sup>

- ① 成功するのはごく一部のプロジェクトであり、成果の不確実性が高い
- ② 投資によって得られる資産が新製品開発のノウハウなど無形資産であるため担保価値を持たない
- ③ 他社の模倣を避ける必要があることから非対称情報の問題が不可避である
- ④ 研究開発投資の多くは技術者や研究者の人的費用であるため、投資額を変更する際のコスト（調整費用）が大きい

前述のうち①②の理由により、負債による研究開発投資の資金調達は難しい。また、③は株式発行による資金調達のコストを高める可能性がある。このため、研究開発投資のファイナンスでは企業が稼ぐキャッシュフロー、積み立ててきた手許流動性などの内部資金が重要な役割を果たすことになる。実際、米国企業を対象とした研究では手許流動性が安定的な研究開発投資を可能にすることが示されているし<sup>i</sup>、著者が日本企業を対象として行った分析においても同様の傾向が示されている。仮に研究開発投資を外部からの資金調達で賄うとすれば債券よりも株式ということになるが、わが国において株価が長期的に低迷し株式によるファイナンス環境が整っていないことを踏まえると、内部資金が果たしうる役割はとりわけ大きいと考えられる。

確定給付年金制度を採用している企業では、年金資産の時価や割引率の変動により、時として企業年金の積立不足の解消が必要となり、投資に利用可能な内部資金が不安定になってしまう。実際、2000年代の日本企業では株価の下落、金利の低下から積立不足が企業財務を圧迫してきた。前述のような研究開発投資の高まりと内部資金の不安定性を踏まえると、多額の研究開発投資と確定給付年金を同時に維持することは困難な時代になっている可能性がある。

次に、人的資本の確保の視点で考えると、企業競争のグローバル化、世界的な金融市場の発展といった経営環境の変化は物的資本に対する人的資本の相対的な重要性を高めている可能性がある。とりわけ、コスト面で不利な立場にある日本企業にとって、企業特殊な人的資本の蓄積により他社との差別化を図ることは重要ではないだろうか。従来型の確定給付年金は、長期勤続の優遇、老後の生活保障による従業員のロイヤリティの向上を通じて、企業との関わりを強め、企業特殊な人的資本の蓄積に繋がる可能性があるだろう。つまり、現在の競争環境においては、確定給付年金を維持することのメリットもまた大きいと考えられる。ポータビリティを重視した退職給付制度変更は、企業特殊な人的資本面ではリスクを伴う可能性があるのではないか。

以上のように、現在の日本企業においては、確定給付年金のメリット、デメリット双方が大きい状況にあると考えられる。しかしグローバルな競争によって事業キャッシュフローが不安定になる中では、仮に確定給付年金を維持したとしても企業年金の信頼性に不安が残り、本来持ちうるメリットが発揮されない可能性がある。このため、研究開発投資が重要な企業において、確定給付年金制度の見直しは手段の一つと思われるが、こうした中でこそトータルで従業員満足度を高め、コア人材の流出を招かないような制度変更が重要であろう。仮に確定給付制度の見直しにより円滑に研究開発投資が行えるようになったとしても、従業員への配慮が十分でなければ、期待された効果が享受できない可能性がある。これまでの企業年金の制度変更は財務面からの要請により行われてきたケースもあると思われるが、財務面からのメリットを享受するためには人材面に十分に留意した施策が求められよう。

(東京理科大学 経営学部 佐々木 隆文)

<sup>i</sup> Hall, B.H., Lerner, J., 2010. The financing of R&D and innovation. In: Hall, B.H., Rosenberg, N. (Eds.), Handbook of the Economics of Innovation, vol. 1. North-Holland, Amsterdam.

<sup>ii</sup> Brown, J., Petersen, B., 2011. Cash holdings and R&D smoothing. Journal of Corporate Finance 17, 694-709.