

(続紙 1)

京都大学	博士 (経営科学)	氏名	石田 英和
論文題目	退職給付ファイナンスの財務パフォーマンス分析 — スチュワードシップゲームを用いたアプローチ —		
<p>(論文内容の要旨)</p> <p>本論文は、日本の企業年金の投資運用におけるパフォーマンスを算出し、長期間継続してきたと見られるリスク回避傾向について分析をしたものである。多様な退職給付制度を組合せて企業の財務効率を高める行動は退職給付ファイナンスと定義される。その中で、確定給付型の企業年金 (DB年金) は、税制優遇や資金負担の面で有利であるにもかかわらず、退職給付信託等の他の手法と比べて、パフォーマンスが低迷している。本論文は、定量的、制度的、理論的な観点から、その原因について分析をしたものである。以下、本論文の内容について要約する。</p> <p>第1章では、先行研究、各種調査資料等を用いて、日本の退職給付ファイナンスの現状が詳細に説明されている。また、複数のデータベースを組合せて集計した独自の分析により、退職給付信託のパフォーマンスが相対的に優れていることが示されている。運用手法などが等しければ、税制優遇のない年金資産である退職給付信託は、DB年金よりパフォーマンスが低いと考えられる。したがって、両者の相違、とくにDB年金のパフォーマンスが低い理由の一つは、リスク回避の傾向が強く、消極的な資産運用をしてきたことであると考えられる。逆に、退職給付信託はハイリスク・ハイリターン運用方針をとり、積立水準の向上に寄与してきたといえる。</p> <p>第2章では、投資家行動に関する先行研究と日米制度の比較分析により、日本のDB年金におけるリスク回避傾向の原因について議論している。その結果、日本の年金会計の開示制度が限定的であり、そのことが日本企業の年金ファイナンスの主力であったDB年金の機能を低下させたことが考察されている。この分野の先行研究は、米国企業年金の投資行動を説明する理論を日本の企業年金に適用することで、両者の行動やパフォーマンスの相違を議論しており、情報開示制度の相違に注目した研究はほとんど行われていない。本論文は、定性的な推論法を用いて、日本のDB年金の時系列変化について、より説得的な説明を行っている。</p> <p>第3章では、限定的な開示制度とリスク回避的な投資行動の関係を探求するため、年金基金等の資産オーナーとアセットマネージャー (年金運用者) の関係について考察が行われている。スチュワードシップ理論を適用した分析の結果、投資リターンは、資産オーナーの権限委譲 (非難の抑制) と正の関係があることが明らかになった。また、両者にとって好ましい均衡 (良好なパフォーマンス) が成立するための条件として、資産オーナー間のスポーツ的競争が必要であることが示されている。この種の競争が実現されるためには、会計開示制度が現実的な前提になると考えられる。会計開示が十分でなく、資産オーナー間の競争が限定される状況では、リターンの追求よりリスク回避 (安全性) を優先したグループが勢力を伸ばし、全体の平均を押し下げる可能性がある。</p>			

第4章と第5章は実証研究である。ここでは、日本の年金基金の運用実績、積立水準および企業業績への影響に関する推計方法が示され、長期間の退職給付会計データを用いて600社の個別企業の年金リターンを推計し、リターンランキングが作成されている。その結果、リターンランキングが最下位のグループは、企業全体としてリスク回避的な財務政策をとっていることが明らかになった。また、株式リターンを被説明変数とした回帰分析によると、年金リターンが企業価値に反映されることが確認された。資金負担の重い退職給付信託は、企業価値を低下させていることも示されている。退職給付信託は、単体で見ると好パフォーマンスであるが、企業全体の観点からは、好ましくない可能性がある。

論文の終章では、研究の総括と今後の研究展望が述べられている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、日本企業の確定給付型 (DB) 年金を中心とした退職給付制度の財務的な効率性、およびDB年金のリスク回避傾向に関する実証分析と理論的な考察をまとめたものである。実証分析では、企業年金の運用に長年従事してきた著者の実務経験と近年改善されつつある開示データを用いて、長期間の個別企業の年金パフォーマンスを推計し、分析を行っている。本論文の第1章のうち、退職給付信託という日本独自の制度に関する分析と考察は、査読付雑誌に採用された学術論文をベースにしている。また、第4章と第5章は、著者が学会報告 (査読付プロシーディングス) を行った研究を発展させたものである。以下、本論文の意義について要約する。

第一に、長期間 (2002年~2017年) の退職給付会計データを用いて、約600社の個別企業の年金リターンを推計し、リターンランキングを作成していることがあげられる。個別企業の年金運用に関するデータは、2014年までは限定的な開示にとどまっていた。長年にわたり企業年金の運用に従事してきた著者は、制度、理論、実務に精通しており、その知見と情報開示が進んだ最近のデータを用いて、過去の年金運用のパフォーマンスを推計している。この領域の既存研究は、公開されていた拠出金 (掛金) のデータを用いており、運用パフォーマンスを使った研究は行われていない。著者は、運用パフォーマンスを推計することで、年金資産の一部 (拠出金) だけでなく、運用成果を含む全資産が企業の財務や市場評価に与える影響を分析する方法を示している。この方法により、年金運用のパフォーマンスと企業経営の属性 (財務的なリスクの程度) や退職給付信託に関する新たな分析結果も示している。

第二に、日本のDB年金の運用パフォーマンスが相対的に低い理由として、情報開示に注目し、理論的な考察を行ったことである。本論文の実証研究において、日本のDB年金のパフォーマンスは、企業本体のリスク回避的な指標 (自己資本比率が高い等) と関係することが確認されている。著者は、投資家行動に関する先行研究を詳細に分析し、自身の実証結果と実務経験を踏まえ、日本のDB年金におけるリスク回避傾向は、会計開示制度にあるという仮説を提示している。その上で、資産オーナーとアセットマネージャーからなるモデル分析を行い、情報開示による資産オーナー間の競争が、運用パフォーマンスの向上に結びつくことを示している。このようなアプローチは、先行研究では行われておらず、独自性があると同時に説得的でもあると評価できる。

第三に、2002年以降の日本の退職給付ファイナンスに関する長期的な傾向を分析していることである。とくに、第1章でとりあげられている退職給付信託 (日本独自) の解説とその実証研究は、今後この分野の研究を行うものにとって嚆矢になることが期待される。

このように、本論文は学術的な研究と著者の実務経験を融合させ、日本の退職給付ファイナンスや年金資産のパフォーマンスに関して、新たな知見を提供していると評価できる。しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。非公開データを用いた個別

企業の運用パフォーマンスの推計方法は理論的で説得的でもあるが、公開された短期間のデータを基にしており、誤差が生じていることが懸念される。資産オーナー間の競争モデルについては、情報開示が競争を促進するという仮説は説得的であるが、情報開示制度を明示的に取り入れた均衡分析は行われていない（先行研究の結果を引用している）。また、将来の安定的な給付を担保するために、競争の弊害を抑制する制度が必要になると考えられるが、そのようなことは論文では述べられていない。

ただし、これらの諸課題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。令和2年1月26日に3名の審査委員が論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格であると認めた。以上より、本論文を博士（経営科学）学位論文として認定する。