

## 1. 目次

### 第1章 本論文の目的と構成

- 第1節 本論文の目的
- 第2節 本論文の構成

### 第2章 米国の企業年金制度における給付保証システム

- 第1節 はじめに
- 第2節 年金給付保証公社(PBGC)の概要
- 第3節 ERISAとPBGC保険の成立の社会的背景ならびに歴史的経緯
- 第4節 PBGCの財政問題の経緯
- 第5節 PBGCの財政危機
- 第6節 PBGC保険の保険料システムをめぐる問題
  - 6.1. 保険料収入と保険料システム
  - 6.2. 保険料上昇の影響と逆選択の問題
  - 6.3. 変動保険料システムの導入とその問題点
  - 6.4. 保険料設定とモラル・ハザードの問題
- 第7節 本章のまとめ

### 第3章 米国における企業年金の資産運用・積立戦略と株主価値の最大化

- 第1節 はじめに
- 第2節 先行研究の概要
- 第3節 給付保証の有無が年金資産運用・積立戦略に与える影響-保険効果の視点-
  - 3.1. Sharpe(1976)とTreyner(1977)による保険効果の研究
  - 3.2. 給付保証が存在しないケース
  - 3.3. 完全な給付保証が存在するケース
  - 3.4. PBGC保険による給付保証のケース
- 第4節 税制が年金資産運用・積立戦略に与える影響-税制効果の視点-
  - 4.1. Black(1980)とTepper(1981)による税制効果の研究
  - 4.2. 年金基金のアセット・アロケーションと母体企業の財務レバレッジ
  - 4.3. 負債による資金調達と完全積立(抛出)
- 第5節 保険効果・税制効果の統合モデル
  - 5.1. Harrison and Sharpe(1982)の完全市場モデル
  - 5.2. Bicksler and Chen(1985)の不完全市場モデル
- 第6節 本章のまとめ
- 【第5節の補論】年金プットの評価式の導出

### 第4章 超過積立の企業年金資産の処理 -米国におけるペンション・リバージョンの考察を中心に-

- 第1節 はじめに
- 第2節 ペンション・リバージョンの概要
  - 2.1. 企業年金の積立状況とペンション・リバージョン
  - 2.2. ペンション・リバージョンの事例
  - 2.3. 企業年金制度の終了のタイプとペンション・リバージョン
  - 2.4. ペンション・リバージョンの減少
- 第3節 ペンション・リバージョンに関する3つの仮説
  - 3.1. 資金調達仮説
  - 3.2. 富の移転仮説
    - 3.2.1. 債権者から株主への富の移転
    - 3.2.2. PBGCから株主への富の移転
    - 3.2.3. 従業員から株主への富の移転-暗黙の年金契約の破棄-
  - 3.3. 税金最小化仮説
- 第4節 ペンション・リバージョンの減少と超過年金資産の代替的処理
  - 4.1. ペンション・リバージョンの減少の理論的意味
  - 4.2. 代替的処理法としてのSFAS第88号の存在
- 第5節 本章のまとめ

### 第5章 米国における母体企業と年金基金の経済的同一性に関する考察

- 第1節 はじめに
- 第2節 ERISA、SFAS第87号を中心とした制度的な視点

- 2.1. 法制度の視点-ERISAの基本的思潮と受託者責任規定の検討-
- 2.2. 会計制度の視点-SFAS第87号の検討-

### 第3節 資本市場の評価の視点

- 3.1. 資本市場評価の視点から見た母体企業・年金基金の経済的同一性に関する問題

- 3.2. 2つの対立する実証結果

### 第4節 年金基金のリスク負担構造を基礎とした理論的視点

- 4.1. リスク負担とリターン享受に関する仮説

- 4.2. 年金基金のリスク負担構造

### 第5節 本章のまとめ

## 第6章 本論文のまとめ

### 第1節 要約と貢献

### 第2節 課題の整理と今後の展開

### 参考文献

## 2. 本論文の問題意識

昨今、わが国を取り巻く社会経済環境は劇的に変化している。このことは、従業員の退職後所得の保障システムにも大きな影響を及ぼしつつある。とりわけ、急激な人口高齢化の進展は、公的年金制度の財政問題に不利な影響を与えている。少子高齢化という人口構造の変化を時代の趨勢として受け入れるならば、公的年金制度の進むべき基本的な方向は負担増か給付減ということになる。すなわち、公的年金制度における保険料負担をより大きくするか、年金の給付水準をより切り下げるとかという選択に直面することになる。公的年金の見直しが進むなかで、私的年金制度の役割が重要視されつつある。Duskin(1992)が指摘するように、こうした潮流は欧米の先進諸国においても顕著にみられ、わが国に限ったことではない。つまり、社会保障、企業保障、個人保障といった退職後所得を支える3つの柱を考えると、社会保障という公的な柱で支えることの限界を克服するために、企業保障や個人保障といった私的な柱に重点をシフトさせることで、退職後所得全体としてのバランスを維持しようとしているのである。このように退職後所得の保障システムにおいては、公私の役割分担の変化といった構造的な変化が生じつつあるが、とりわけ、企業を中心とした現代の社会経済システムの枠組みを前提とすると、私的年金制度のなかでも特に企業年金の重要性が高まっているといえるのである。

ところで、企業年金をはじめとする私的年金制度の役割が高まるなかで、公的年金と私的年金制度の質的な差異から様々な問題が生じてくる。とりわけ、年金給付の安全性の問題、つまり年金給付の約束をいかにして保証するかという問題は、企業年金をはじめとする私的年金制度にとって重要な問題となっている。その一方で、このような問題解決の方向性に関しては、根本的な疑問が生じている。すなわち、あくまで私的な制度の範疇にある企業年金によって、果たしてどの程度、年金給付の安全性という社会的な目的を達成することができるかという疑問である。このような問題意識のもと、本論文では年金基金のリスク負担者の観点から企業年金財務のマネジメントを行うという前提をおき、そのうえで、年金給付の安全性がどの程度達成されるかについて、企業年金先進国といわれる米国の問題を中心に議論している。これが本論文における縦糸である。次に、本論文の横糸について要約する。最近のわが国の企業年金制度を取り巻く状況を念頭におくと、この年金給付の安全性の問題は、バブル経済崩壊後の年金資産運用の低迷による深刻な積立不足問題としてクローズアップされてきたといえる。つまり、わが国では積立不足の問題と関連付けられる形で、年金給付の安全性の問題が議論されてきたのである。しかしながら、理論的に考えるとこの問題は企業年金が積立不足に陥った場合のみならず、超過積立の状況においても重要な問題となりうるし、また、実際の現象としても、1980年代の米国においては、社会問題にまで発展している。そこで、本論文では、積立不足のみならず超過積立の状況をも考慮するといったバランスのとれた視点から年金給付の安全性の問題に接近している。これが本論文における横糸である。以上のように、本論文では、リスク負担主体がリターンを得るべきとする仮説を前提として、企業年金財務のマネジメントが企業年金給付の安全性に与える影響を、米国の制度を中心に分析し、そのことによって、はじまったばかりのわが国の企業年金改革を検証する際の理論的な基礎を提供することを目的としている。以下、各章の要約を行う。

## 3. 各章の要約

本論文の概要は以下のとおりである。第1章では本論文の問題意識と構成について述べる。第2章では、積立不足時の問題として米国の企業年金制度における給付保証システムについて議論する。もし企業年金が積立不足の状態で解散した場合、基本的には給付保証システムが母体企業に代わって年金給付を履行することになるからである。そもそも、私的な制度である企業年金制度においては、公的年金制度と比べて、約束された年金給付が確実に履行されるかどうか相対的により重要な問題となる。年金給付の安全性の論点である。さらに、企業年金は事前積立の仕組みを採用しているため、年金給付の安全性の問題は、結局、年金債務の適正な評価を前提とした年金資産の安全性確保の問題に帰着する。年金資産の安全性確保の問題を考えるにあたってまず検討すべきは、企業年金が積立不足の状態に陥った場合の対応である。これは、最終的な年金給付の保証システムをどうするかという問題、すなわち企業年金に関する給付保証システムの有効性を検討する問題として捉えることができる。わが国の企業年金制度にはまだ本格的な給付保証システムは存在しないが、企業年金先進国である米国には、年金給付保証公社(pension benefit guaranty corporation、以下PBGCと表記)による制度終了保険(以下、PBGC保険と表記)がある。このPBGC保険は、退職後所得の保障という企業年金制度の目的を達成すべく、1974年の従業員退職所得保障法(employee retirement income security act、以下ERISAと表記)の制定により制度化され、一定の成果をもたらしてきた。

しかし他方で、PBGC保険は意図せざる結果をもたらしてきた。逆選択やモラル・ハザードというインセンティブ問題である。これは不完全な強制保険であるとともに、リスクに見合った保険料システムが構築されていないというPBGC保険の制度設計上の限界に起因する。こうした制度設計上の限界のもとでは、たとえば次のようなインセンティブ・メカニズムが働く可能性がある。リスクに見合った保険料が設定されていないので、PBGC保険にとって良質なリスク(グッドリスク)を持つ企業は自らのリスク水準に比べて保険料負担が割高であると認識する。このような企業は保険制度内で発生する内部補助の過度な負担を嫌って、PBGC保険の対象とならない一たがって、PBGCへの保険料支払い義務のない確定拠出型企業年金への制度変更を行った。企業年金そのものをやめてしまったりする可能性がある。その結果、悪質なリスク(バッドリスク)を持つ企業だけが保険料の割安感を認識しPBGC保険に留まってしまうのである。つまり逆選択が発生する。また、仮にPBGC保険に良質なリスクを持つ企業が留まったとしても、このような企業は、あらかじめ設定されている保険料に見合うように、逆に自らのリスク水準を引き上げてしまう可能性がある。つまり、企業自らが年金資産運用・積立戦略を操作することによって、リスクの高い投資を嗜好したり過少な積立を行ったりする、いわゆるモラル・ハザードの問題を引き起こしてしまうのである。こうした企業による機会主義的行動は、結局、確定拠出型企業年金への制度変更や企業年金そのものの廃止、さらにはリスク投資嗜好や過少積立の結果としての企業年金の財政破綻といった、従業員の退職後所得の安定的な確保という観点からはほど遠い結果を誘引してしまう可能性がある。つまり、制度設計の限界を原因として制度目的が十分に果たされないのである。それではなぜ、母体企業の株主の立場から企業年金財務のマネジメントを行うことによって、PBGC保険は意図せざる結果をもたらしてしまうのだろうか。

そこで、第3章では、多くの既存研究における暗黙の前提、すなわち年金基金を母体企業から分離、独立したものと認識せず両者を統合された経済主体であるとする前提のもと、年金基金のリスク負担者を母体企業の株主と仮定し、そのうえで、企業年金財務に関する意思決定の問題について分析する。そして、そのような財務的意思決定が、第2章で述べた給付保証システムの有効性にいかなる影響を与えるかについて議論する。具体的には、PBGC保険や米国の企業年金税制といった制度的条件のもとで、株主価値の最大化という観点から、企業年金の最適な資産運用・積立戦略とは何かという点に射程を絞って議論することになる。なおこの分析にあたっては、企業年金戦略に関する2つの影響要因が重要になってくる。1つは、Sharpe(1976)やTreyner(1977)らによって主張された給付保証システム、すなわちPBGC保険の影響である。もう1つは、Black(1980)やTepper(1981)らによって主張された企業年金税制の影響である。まず資産運用については、債券と株式のアセット・アロケーションの問題としてそれぞれの影響を分析できる。結論から言うと、給付保証システムの影響としてはよりリスクの高い株式投資を誘引するが、企業年金税制の影響としては税制上の恩恵をより多く受ける債券投資を誘引することになるのである。また積立についても同様に2つの視点から分析できる。こちら結論だけ述べると、給付保証システムの影響としては法が定める範囲内での最低積立を誘引するが、企業年金税制の影響としてはその範囲内での最大積立を誘引する結果になる。こうした2つの影響要因は同時に働くと考えられるので、Harrison and Sharpe(1983)は、この2つの影響要因を合成することを考えた。その結果、給付保証システムの影響(保険効果)が強く働く範囲では株式投資と最低積立が選択され、逆に企業年金税制の影響(税制効果)が強く働く範囲では債券投資と最大積立が選択されるという結論が導かれた。しかしながら、このような理論的な帰結は明快な解を与えてくれる一方で、実際の資産運用や積立の状況を説明していないという問題があった。そこで、こうした問題を解決するために、Bicksler and Chen(1985)は、年金制度の終了に伴って追加的に生じる明示的ないしは暗黙的なコストの存在、累進税率構造、そして課税構造の非対称性などの要因を考慮して保険効果と税制効果を修正することで対応した。このように、株主価値最大化を目的とする母体企業の財務的意思決定の結果、リスク投資嗜好や過少積立といった保険効果が生じるという意味において、第2章で述べた給付保証システムの有効性にマイナスの影響が生じ、その結果、年金給付の安全性の確保に重大な影響を及ぼす可能性が指摘されるのである。

ところで、年金給付の安全性の確保は、上述の積立不足の状態においてのみ問題となるのであろうか。さきほど述べた積立不足時における給付保証システムの有効性の論点は、年金債務の適正な評価を前提とした年金資産の安全性確保の問題に対する1つの視角であった。しかし、積立不足の状況への対処という視角だけでは不十分である。Duskin(1992)、Altman(1992)、Frijns and Petersen(1992)なども指摘するように、超過積立の状況においても年金給付の安全性を脅かす事態が発生しうるのである。実際に1980年代の米国では、超過積立の年金資産(以下、超過年金資産と表記)を母体企業が回収するために意図的に年金制度を終了するという現象が多発した。いわゆるペンション・リバージョンである。これによって、株主を除く様々な利害関係者(ステーク・ホルダー)から、株主(シェア・ホルダー)への実質的な富の移転が行われた可能性が指摘されたのである。特に従業員から株主への富の移転が生じているとすれば、このことは年金給付の安全性にとって重要な問題となる。そこで、第4章では、母体企業と年金基金の経済的同一性に関して第3章と同様の仮定をおき、そのもとで、今度は超過積立時における年金給付の安全性の問題を扱う。具体的には母体企業の株主の立場からみたペンション・リバージョンの経済的な意味を議論することがその中心となる。議論の結論を要約すると、母体企業の株主価値の観点から、ペンション・リバージョンを行う経済合理的な理由は存在していることがわかった。そのような合理的な理由としては、株主価値の最大化の観点から、第1に、資金調達手段として、第2に、株主以外のステーク・ホルダー(とりわけ受給者たる従業員)から株主への実質的な富の移転手段として、第3に、税制上の利得を得るための手段として、ペンション・リバージョンの優位性が指摘されることになる。そして、母体企業の株主価値の観点から、ペンション・リバージョンが行われる結果、超過積立の状況ですら、年金給付の安全性を脅かす事態が生じていることが議論されることになる。以上のような考察を通じて、積立不足の場合のみならず超過積立の状況においてさえも、年金給付の安全性を脅かすインセンティブが株主価値の最大化という観点から生じうることを理解することがこの章の目的である。ここまでは、年金基金のリスク負担構造について掘り下げた分析を行うことなく、既存研究が暗黙の前提としてきた仮定(すなわちリスク負担者を母体企業の株主のみとする仮定)にもとづいて議論を行っている。しかしながら、年金給付の安全性確保の問題をより本質的に理解するためには、年金基金のリスク負担構造に関して、このような一義的な理解だけでは不十分である。つまり、企業年金財務のマネジメントを通じた年金給付の安全性の問題をより厳密に理解するためには、さきほどの暗黙の前提についてより掘り下げた検討が必要である。そこで、第5章では、母体企業と年金基金の経済的同一性の問題について、ERISAやSFAS87号といった制度的な視点、さらには、資本市場評価の視点をふまえて再検討し、そのうえで、そのよ

うな検討結果が理論的にもサポートされるかどうかについて確認すべく、あらためて年金基金のリスク負担構造を掘り下げて分析することになる。その結果、ERISAやSFAS第87号といった制度的な視点のみならず、資本市場の評価という視点からも、母体企業と年金基金の経済的同一性に関して、両者が別々の分離された主体なのか、それとも統合された1つの主体なのかについて、一義的な解釈をすることはできないことが議論される。そして、改めて年金基金のリスク負担構造の掘り下げた分析を行い、その結果、確かに母体企業の株主が市場リスクのすべてと信用リスクの大部分を負担しているものの、信用リスクに関しては、受給者たる従業員、債権者、PBGC、さらにはタックス・ペイヤーといった複雑かつ多様なステーク・ホルダーによって負担されているということが論証されることになる。つまり、制度的条件ならびに資本市場の評価の視点から導いた母体企業と年金基金の経済的同一性に関する結論が、リスク負担構造に基づく理論的な分析によってもサポートされるのである。

以上、本論文では、これまで個別的な論点として論じられることが多かった企業年金の問題について、企業年金による退職後所得保障システムの構築という観点から、明確な縦系と横系を有機的に絡み合わせることで、企業年金研究における体系化を試みている。本論文では、理論的な意味においても、実際の経験という意味においても企業年金先進国といわれる米国を具体的な研究対象としているが、その根底にある問題意識はわが国における議論でも十分に通用するものである。よって、このような体系化の試みは、最近ではまったばかりのわが国の企業年金改革を検証するうえでも有益なものであり、この意味において、本論文はこの分野に重要な貢献をするものと思われる。

最後に今後の展開について若干述べる。本論文では、縦系として、年金基金のリスク負担者の観点から企業年金財務のマネジメントを行うという前提のもとで年金給付の安全性がどの程度達成されているかという問題を議論するとともに、横系として、積立不足および超過積立という積立状況に関するバランスのとれた視点から年金給付の安全性の問題に接近している。企業年金による退職後所得保障システムの構築というテーマについて、このような縦系と横系を有機的に絡め合わせるといった体系化はこれまで行われてこなかったので、その意味において本研究の価値はあるといえる。しかし、今後のさらなる展開を見据えて残された課題を述べると、次のような点があげられる。まず、今回、米国における年金基金のリスク負担構造を解明し、そのうえで、既存研究の暗黙の前提が修正されるべきことを指摘したが、第3章や第4章のモデルを再構成したうえで改めてモデル分析を行うことまでは行っていない。前提条件を変更したうえでモデル分析を行うと、導き出されるインプリケーションも異なってくる可能性がある。また、今回は、米国の企業年金制度を射程範囲として理論的な体系化を試みたが、今後は、改革が進展中のわが国の企業年金制度についても検証する必要がある。しかし、わが国の企業年金改革は始まったばかりであり、新たな制度のもとでの制度運用に関しては未知数であるし、また、資本市場のデータについても十分な蓄積がされているとはいえない。したがって、今後、制度運用の経験や資本市場のデータの蓄積が進むなかで、今回残された課題について議論することが効率的かつ効果的であると考え、本論文では、上述の課題を敢えて射程範囲からは外すことにした。そこで、今後の展開としては、わが国における一連の企業年金改革が一段落するのを待って、本論文で試みた理論的な体系化を基礎として、あらためてわが国の企業年金制度について、年金基金のリスク負担者の観点から企業年金財務のマネジメントを行うという前提のもとで、年金給付の安全性がどの程度達成されているかについて検証することが重要な課題であるといえる。