

申請者:柳瀬 典由

論文題目 リスク負担構造からみた企業年金財務のマネジメント
ー 米国の企業年金をめぐる諸問題を中心にー

審査員 米山高生
近見正彦
廣本敏郎

本論文の目的は、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、始まったばかりの日本の企業年金改革を検討する上での一つの理論的な枠組み作り上げることである。

本論文の主要な部分は、第2章から第5章までの四つの章である。この四つの章においては、米国の企業年金制度をめぐる分析に焦点が絞られる。第2章は、米国の企業年金が、かつて積立不足時に引き起こした問題を中心に、退職後所得を保障するという趣旨で立法された、1974年のERISA法によって設立された年金給付保証公社(PBGC)制度の設計上の欠陥または限界について分析している。結論的には、この制度が、不完全な強制保険である上、なによりもリスクに見合った保険料体系が構築されていないという制度設計上の欠陥によって、逆選択やモラルハザードのようなインセンティブ問題が生じたことを指摘している。これをうけて、第3章では、母体企業による年金基金財務戦略をめぐるいくつかの米国の実証研究を紹介した上で、リスクな投資運用姿勢がみられたり、過少積立といった傾向が検証されたりしている点を重視し、それが、株主価値最大化を目的とする母体企業の年金財務に関する意思決定の結果生じたものであると考えられるとした。このことが、翻って、第2章で検討したPBGC制度において、インセンティブ問題を生み出したものであるという。

これまでの二つの章が、年金基金の積立不足によって、従業員の年金給付の確実性が損なわれる可能性があることについて検討したのに対して、第4章は、積立不足とは反対に、積立超過の際にも、従業員の年金給付の確実性が損なわれることがあることを指摘し、米国の事例にもとづいて理論的な考察をおこなっている。1980年代の米国で、超過積立の状態にある年金資産を、母体企業がその超過部分を回収するために、意図的に年金制度を終了する、ペンション・リバージョンという現象が多発した。本章では、この超過部分が、結果的に、母体企業の株主価値最大化行動による従業員から株主への富の移転であったと考えるならば、年金給付の確実性が脅かされものと解釈している。

第5章では、まず、これまでの議論の前提条件を疑うことから開始する。すなわち第2章から第4章までは、母体企業と年金基金が経済的に同一体であるという前提で議論をしていたが、この前提が妥当であり、また普遍的なものであるかという、根本的な問題に立ち返って二通りの分析をおこなっている。第一に、米国企業年金制度の法的、制度的な根拠であるERISAやSFASの解釈論による分析、そして第二に、資本市場による母体企業価値の評価(市場価値)に関する実証研究の吟味による検討である。その結果、母体企業と年金基金の同一性が、普遍的に支持されるわけではないという結論に到達した。そこで、年金基金をめぐる制度変更にあっては、母体企業の株主だけでなく、従業員をふくめた様々なステーク・ホルダーの存在を考慮するのが妥当ではないかとした。すなわち、母体企業の株主が市場リスク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ので、リスク負担に応じたリターンという本論文の大前提としている原則からみても妥当であることが強調される。

本論文の貢献は、次のような点にある。(1)米国のPBGC制度について、単なる制度紹介にとどまることなく、制度目的や制度設計上の問題点とその解決への努力の過程などを克明に明らかにしたこと。(2)母体企業と年金基金の同一性という暗黙の前提に対して、根本的な疑問を提示したこと。(3)年金加入者の年金給付の安全性(確実性)の観点から検討すると、過少積立の場合ばかりでなく、過大積立の場合にも、それを脅かすことがありうることを、米国におけるペンション・リバージョンの詳細な紹介を通して明らかにしたこと。(4)積立不足についての対策にのみ議論が集中している近年の日本の企業年金をめぐる議論に対して、過大積立という対照的な問題もあることを示すことによって、企業年金をめぐる議論の枠組みをより拡大する可能性があることを示したこと。

他方、本論文には、不十分な点も残されている。最大の問題は、最初に述べた本論文の目的のうちの後半部分に関するものである。つまり、本論文において、日本の企業年金制度に対する、具体的なインプリケーションが不足している。とくに的確な現状認識と重要な問題意識が提示されていないが、日本の今後の年金制度の具体的なあり方について明確な枠組みが提示されていない。また米国の実証研究を数多く紹介して吟味しながら、日本について実証研究をおこなっていないことも惜しまれる。

しかしながら、いくつかの不十分な点は残されているものの、これまで必ずしも研究の進んでいなかった米国企業年金をめぐる理論的考察に挑戦したこと、また論文の随所で示されている知識の到達水準の高さについて高い評価を与えたい。その上で、柳瀬氏が今後いつその研鑽を重ねることにより、より大きな問題意識を自らの研究に活かすことのできる研究者となる資質をもっていることを十分に配慮した上で、博士学位論文としての水準に到達しているものと判断する。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせて考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第4条第1項の規定により一橋大学博士(商学)の学位を受けるに値するものと判断する。