

論文要旨

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

執筆者：石田英和 経営管理教育部 経営科学専攻

本論の目的は日本の企業年金の投資運用における長期的なリスク回避傾向の原因を探求することである。多様な退職給付制度を組み合わせることで企業の財務効率を高める活動を退職給付ファイナンスと呼ぶが、企業年金（DB年金）は、他の制度より税制優遇や資金負担の面で効率が高い。優れたDB年金の運用は企業の財務パフォーマンスを向上させるはずであるが、日本の退職給付ファイナンスの実務では優れた財務手段への収斂が見られない。先行研究によって退職給付の積立水準が高いことは、企業業績や財務健全性（効率性）にとって良い影響があるとされているが、積立水準向上が年金拠出によるものか、投資運用によるものなのかは、会計開示が限定的なので、外部には知られていない。本論では、この限定開示制度こそリスク回避の契機であると推論する。投資家行動に関する先行研究・理論を概観し、米国との比較の中で日本のDB年金におけるリスク回避傾向を最も整合的に説明できる理論として、会計・開示制度の差異を選択する。日米の年金・会計制度は基本的に似ているが、日本の開示が限定されていることだけが、決定的に違うからである。

限定開示とリスク選好の関係を理解するために、年金基金などの資産オーナーをOPM（人さまのお金）投資家と定義しモデル化する。OPM投資家はアセットマネジャーと、彼らの採用・解約を担う資産オーナーから構成される。両者の相互作用をモデル化するため、スチュワードシップ理論を導入し、そのゲームのペイオフから、投資家リターンは資産オーナーの権限委譲（非難の抑制）と正の関係があるという命題を示す。さらにゲーム理論の知見を応用し、好ましい均衡（高いリターン）の成立のためには、資産オーナーがお互いにスポーツのような競争をしていることが条件であることを示す。このような投資家間競争は会計開示制度によって実現される。資産オーナー同士が競争しない環境では、リターン追求（効率性）よりリスク削減（安全性）が優先されるのである。

限定開示制度を日本のDB年金に対して施された経済実験だとすると、実際の投資行動に関して予測ができる。これを実証するために、長期間の退職給付会計データから、最少自乗法を用いて約600社の企業年金リターンを独自に推計し、初めてリターンランキングを作成する。推計結果によると、企業年金のリターン格差はおよそ年率3%に拡大しており、リスク回避傾向は投資家全体に広がっていた。さらに、このランキングを用いたクロスセクション分析により、積立水準に対する投資方針の正の貢献度を検証するとともに、この要素が、企業の財務健全性などの指標から独立していることも確認した。また、個別企業の株式リターンを被説明変数とした分析から、年金リターンやリスクが長期的には企業価値に反映されることを確認した。加えて、資金負担の重い制度が企業価値を引き下げることとも検証した。最後に、リターンランキング最下位グループの財務特性から、年金リターンの差異が経営者のリスク態度に起因している可能性が示唆された。