

氏名(本籍)	矢野学(奈良県)
学位の種類	博士(ファイナンス)
学位記番号	博乙第1920号
学位授与年月日	平成15年3月25日
学位授与の要件	学位規則第4条第2項該当
審査研究科	システム情報工学研究科
学位論文題目	企業年金の資産運用に関する総合的研究
主査	筑波大学教授 博士(学術) 庄司 功
副査	筑波大学教授 Ph. D. (農業経済学) 大西 治 男
副査	筑波大学教授 学術博士 吉田 雅 敏
副査	筑波大学教授 経済学博士 宮越 龍 義
副査	筑波大学助教授 博士(経営工学) 竹原 均

論文の内容の要旨

本論文の目的は、現状の企業年金がおかれた実務的な諸問題について、理論的なアプローチによってその解決策を議論するものである。本論文で提案する解決策は、今後の実際の年金マネジメントにとって重要な役割を演じることになると考えられる。本論文は8章から構成されている。

第1章「企業年金改革」では、企業年金がおかれた問題点を概説し、その背景となった諸事実との関連を考察することによって本研究の意義や実務的な貢献について説明している。

第2章「新年金会計基準の導入と企業評価」では、2001年3月決算期より導入された年金会計基準によって、年金債務評価の割引率の設定、年金資産の積立政策や資産配分政策などが、企業価値にどのような影響を与えるかについて、モデルを用いて評価した。その結果、①年金債務の優先度によって、割引率引き下げによる年金債務の増加が異なること、②新たな借り入れによって積立比率を高めることは、節税効果があるが、借入コストと半独立性のプット価値が上昇するために、節税効果は相殺されてしまうこと、③年金資産の株式組入れ比率を高めることは、年金資産の期待リターンを向上させる効果があるが、プット価値の上昇がそれを相殺してしまうこと、が明らかになった。

第3章「インフレと年金債務、資産運用」では、年金の債務に対してインフレーションが与える影響について、独自のモデルを用いて評価した。年金債務にインフレリスクを導入すると、たとえ株式による長期的なインフレヘッジの効果を考慮しても、債券と株式だけでインフレリスクをヘッジすることは難しく、インフレリンク債などの導入が必要であることが示された。

第4章「リスク予算による運用リスク管理」では、運用の委託者と受託者との間でリスクに対する許容度が異なり、委託者の資産配分政策が守られないという問題点を指摘し、この問題を解決する新たなモデルを提案した。そして、数値実験を行って、提案するモデルが現実の意思決定でも有用であることを示した。

第5章「ダイナミックなポートフォリオ変更を考慮したパフォーマンス評価」では、日本の株式投資信託がジェンセン尺度によっては低いパフォーマンスしか示さないことが、マネージャーのタイミング能力に起因しているかどうかを多面的に評価した。その結果、ジェンセン尺度による低いパフォーマンス評価は、マネージャーがタイミング能力を有していたことに起因するものではないことが示された。

第6章「マクロ条件付モデルを用いたパフォーマンス評価」では、マクロ経済構造の変化に従ってポートフォリオはダイナミックに変更されるという立場に立ち、先行研究で提案されたマクロ条件付モデルを用いて、株式投資信託のパフォーマンス評価を試みた。その結果、先行研究で指摘されたようなジェンセン尺度が条件付モデルではプラスになるという傾向は、日本の投資信託では認められず、その変化の方向性に規則性を見出すことはできないことを明らかにした。

第7章「市場センチメントを利用したTAA戦略」では、動的なポートフォリオ変更戦略の一手法として有望な投資戦略の検証を行い、投資家のセンチメント（相場動向に対するスタンス）に関するデータを計量的に処理することで、追加的な収益獲得の可能性を示した。

第8章「研究の総括と今後の展望」では、本論文の研究成果が実際の企業年金資産運用に果たす役割について総括するとともに、本研究で残された研究課題について言及した。

以上のように、本論文では現実に企業年金が直面している問題点に対し、先行研究が指摘した諸問題を解決したモデルを構築・提案することに成功している。こうした研究成果は、現実の諸問題への応用が期待される。

審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文は、企業年金がおかれた諸問題について、理論的なアプローチによってその解決策を議論した意欲的な論文である。独自のモデルを提案することによって、現実の問題や先行研究で指摘された課題を解決し、また、モデルが導く結論も実務的な観点から有用である。しかし、本研究で取り扱っていない金融資産への拡張や、構造変化を取り入れたモデル、同時性を考慮したモデルへも拡張した分析を行うことが望ましい。

以上から、本論文は博士（ファイナンス）のための学位請求論文として十分な水準に達していると判断できる。よって、著者は博士（ファイナンス）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。