# アメリカの州・地方公務員年金の投資行動とコーポレイト・ガバナンス

秋　山　義　則

**要　旨**

アメリカの州・地方公務員年金の成熟化と州法による投資規制の緩和およびエリサ法によるプルーデント・マン・ルールの州法化の普及が，公務員年金の株式投資を活発化させる要因となった。また，資産規模の大きな公務員年金は株式投資額が大きく，その半分以上は長期保有を前提としたインデックス運用である。このため保有株式の売却は困難であり，投資先企業に不満がある場合には積極的な株主行動を行う傾向がある。そうした積極的な株主行動が行えるのも，企業年金とことなり公的部門に属する公務員年金だからこそである。以上は，公務員年金がコーポレイト・ガバナンス活動を積極的に行う理由を公務員年金の投資行動の側から説明したものである。

しかし，公的部門に属するからこそ公務員年金は拠出者としての州・地方政府から介入を受けやすいのである。特に，公務員年金の株主行動が州内の有力な大企業を対象に行われ，それらの企業からクレームがつく場合には，州サイドは公務員年金の株主行動を抑制するような対応行動をとる傾向があるのである。これは公務員年金のコーポレイト・ガバナンス活動は無制約ではなく，州の経済にとって無視しえない大企業への配慮を行うという観点から，州サイドが公務員年金のコーポレイト・ガバナンス活動に制限を加える場合があることを示唆している。

**目　次**

はじめに
Ⅰ．公務員年金の投資行動の規定要因
　1．公務員年金の制度的特徴と変化
　2．公務員年金資産の増加と公務員年金の成熟化
Ⅱ．公務員年金の資産運用の実態
　1．概観
　2．個別の大規模年金の分析
Ⅲ．公務員年金の投資行動に対する州の介入
　1．公務員年金の機構
　2．州による公務員年金の株主行動への介入
Ⅳ．むすびにかえて

# はじめに

アメリカのコーポレイト・ガバナンス論に必ず登場するのが，州・地方職員退職年金基金である（以下，公務員年金）。しかし，従来公務員年金のコーポレイト・ガバナンスに関する活動を公務員年金の投資行動との関連で検討した研究は数少ない。また，この問題との関連において，州の公務員年金への介入問題を取り扱った研究も少ない。そこで，公務員年金の投資行動を規定している要因と投資行動の特徴を検討することによって，公務員年金が株式投資を活性化させるに至った要因を明確にし，次に株式投資の特徴と公務員年金のコーポレイト・ガバナンス活動との接点について検討を行い，最後にコーポレイト・ガバナンス活動を制約する州の公務員年金に対する介入問題について取り上げる。こうした検討は，公務員年金のコーポレイト・ガバナンスに果たす役割を論定していく上で不可欠の作業であると考えられるが，従来は十分に行われてこなかったと言える。

## Ⅰ．公務員年金の投資行動の規定要因

### 1. 公務員年金の制度的特徴と変化

公務員年金の投資行動を規定する要因を検討する前に，公務員年金の制度的特徴について確認しておくことにしたい。まず最初に，公務員年金の退職給付の特徴について見ることにしよう。

公務員年金の歴史は19世紀にまで溯ることができるが，今世紀に入ってから公務員年金は普及し，とりわけ州・地方政府の公務員が連邦政府の社会保障年金への加入を全く認められていなかった1930年代と40年代に急速に普及した[1]。また，一般に初期に設立された公務員年金は，民間企業よりも給付水準が低く，かつ警察官や消防士など職務上の危険の大きい州・地方政府の公務員に対する退職後の生活保障を目的としていた[2]。

年金についての考え方も，当初は職務に忠実な公務員を讃える贈り物として州・地方政府によって与えられたものという理解がなされていた。しかし，今世紀に入ると，多くの州・地方政府において，年金というものが公務員生活に入った全ての公務員への延期された報酬（deferred compensation）という理解が次第に定着してきたのである。

公務員年金の型としては，確定給付型プラン（defined benefit plans）と確定拠出プラン（defined contribution plans）があるが，大部分は確定給付型であり，確定拠出型は少ない[3]。

公務員年金の主流となっている確定給付型プランは，勤続年数や一定期間の給与額を基準として退職後の受給額を予め確定するものである。したがって，給付支払いのために公務員年金の積み立てが必要となる。このため年金資産の運用が予想よりうまくいけば，公務員年金への積み立て額は予想された金額よりも少なくて済むことになる。しかし，逆に年金資産の運用が予想を下回る結果となれば，公務員年金への追加的な積み立てが必要になる。なお，公務員年金への拠出者は，従業員にあたる州・地方政府の公務員とその雇用者としての州・地方政府である。

次に，公務員年金の投資行動に関連する投資

規制の枠組みとその変化について述べることにしよう。

公務員年金は州法によって基本的に規制されている。地方政府の公務員年金も地方政府を創造したのが州政府であるという内政編成原理についての基本的な考え方から，一般的には州法によって規制される。州法による公務員年金の規制構造は，給付構造，管理機構，投資手続き，投資権限などに及んでいるが，ここでは公務員年金の投資行動を直接左右する州法による投資規制について見ていくことにしよう。

州法による投資規制の方法としてもっとも一般的なのは，リーガルリスト（legal list）による規制である。このリーガルリストによる投資規制は，州法によって適格投資の対象を定めるというものである。

比較的早くからリーガルリストの対象になったのは，公債であった。公債のうち連邦債は安全性と流動性において優れていること，そのために年金債務をファイナンスするのに適切な投資対象と見なされていたからである[4]。また，州・地方債も比較的早くからリーガルリストの対象となってきた。その理由としては，公務員年金への拠出者である州・地方政府の資金調達に公務員年金が協力することが必要と考えられていたこと[5]，さらに，州・地方債市場が不安定化するような――発行した州・地方債がデフォルトするような――場合には，公務員年金が州・地方債を買い支えることは当然のことと考えられていたからである[6]。こうして1950年代になるまでは公債がほぼリーガルリストの対象であった。

50年代に入ると，社債をリーガルリストの対象に入れる州が増えてきた。これは個別の社債はかなりのデフォルトリスクがあるものの，分散投資はそのリスクを最小限化するものと見なされたからである。社債の市場利回りは伝統的に連邦債のそれを超えていたので，社債は連邦債による投資収益を補完するものと見なされるようになった[7]。

さらに，60年代に入ると，株式や不動産もリーガルリストの対象に組み入れられることになった。この理由としては，公務員年金の資産残高が拡大したことや分散投資の手法が浸透したことが挙げられる。また，公務員年金にとって，投資収益という観点から見る限り，州・地方債への投資に全くメリットがなかったことも指摘されねばならない。

州・地方債の利子所得は，1913年連邦所得税法以来，連邦所得税から免税となってきたのであり，このため州・地方債は免税債券（tax-exempt securities）とも呼ばれてきた[8]。しかし，公務員年金は，投資収益には連邦所得税がかからない免税団体（tax-exempt foundation）であり，公務員年金が免税債券である州・地方債に投資を行う理由は全くなかったのである[9]。

なお，60年代においては，株式がリーガルリストの対象になる場合には，資産総額の10～25％を上限とした株式運用規制が多くの州で導入された[10]。

70年代に入ると，リーガルリストによる規制のあり方が次第に緩和されていき，公務員年金の受託者に対する，いわゆるプルーデント・マン・ルール（prudent man rule）を州法において採用する州が増えていくことになった。このルールの州法化を促進したのは，74年の従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974，以下ERISA）の成立であった。

ERISAは，民間の企業年金の受託者責任を定めた法律である。ERISAの第404条は，年金の受託者（fiduciary）の義務として，もっぱら加入者としての利益のためにのみ当該制度についての義務を履行しなければならないとしている。そして，受託者は「同等の性格と目的を有する事業の管理運営にあたり，同等の能力を有し，かつ当該事項に精通している思慮のある者（prudent man）が行使するであろう注意，熟練，思慮及び努力を持って義務を履行しなければならない」とされている。ここでのプルーデント・マン・ルールとは，投資にあたってリスクを回避すればよいという単純なものではない。そうではなくて，「適切な」リスクの配分――分散投資――によってリスク管理ができるなら株式投資もプルーデントな投資になりうるという意味を含んでいる[11]。

公務員年金は，ERISAの直接的な対象ではなかったが，その規定に準じて多くの州でプルーデント・マン・ルールが州法化されてきている。

ところで，80年代には公務員退職法および被用者給付管理法が連邦議会に提案されたのだが，否決されたという経緯がある。これはACIR（Advisory Committee on Intergovernmental Relations）が批判したように，公務員年金への単一の連邦法による規制が，州・地方政府やそれらの公務員の報酬といった州の基本的な分野への，不当で望ましくない連邦介入という，伝統的な「二重連邦制」（dual federalism）論にもとづく批判が根強かったからである[12]。

しかし，公務員年金の資産残高の増加とともに分散投資の認識の浸透や公務員年金の財源調達における投資収益の位置づけの高まり（後述）という事態のなかで，資産運用の基準として，リーガルリストによる非弾力的な投資規制のあり方に代わる弾力的な投資規制のあり方が求められるようになっていったと考えられる。そこで，二重連邦制論にもとづく批判を回避するためにも公務員年金への単一の連邦法による規制というやり方ではなく，民間の企業年金に適用されるERISAの規定に準じる形で，プルーデント・マン・ルールが個別の州に順次導入されていったと言えよう。実際，例えば，カリフォルニア州の場合，それまでの総資産額の25%を上限とする株式運用規制が83年には撤廃されて，プルーデント・マン・ルールに移行した。

また，こうした動きのなかで，リーガルリストによる規制方式が残る場合にも株式運用比率が高まったり，保有資産の一定比率まではリーガルリストの対象にない資産にも投資できるというバスケット条項が導入されている。このため91年には大半の州において，総資産のうち株式運用比率の上限が50%以上になったのである[13]。

以上のように，州法のプルーデント・マン・ルールによる規制方式の導入やより緩やかなリーガルリスト規制方式への転換が次第に進んできたのである。

## 2. 公務員年金資産の増加と公務員年金の成熟化

次に，公務員年金資産の増加と公務員年金の成熟化が公務員年金の投資行動を規定する条件と言える。ここでは最初に，公務員年金の資産増加状況を見てみよう。

表1は，私的年金と公的年金（州・地方公務員年金）の資産残高の増加状況を示したものである。なお，連邦政府も公的年金を有している

**表1　私的年金と州・地方公務員年金の資産額の推移**　（単位　10億ドル）

| 年金基金の型 | 1960 | 1970 | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 倍率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 私的年金 | 57 | 152 | 676 | 1,490 | 2,206 | 3,641 | 63.9 |
| 保険型 | 19 | 41 | 172 | 258 | 595 | 1,012 | 53.3 |
| 被保険型 | 38 | 110 | 504 | 1,232 | 1,611 | 2,629 | 69.1 |
| 州・地方公務員年金 | 20 | 60 | 197 | 399 | 920 | 1,527 | 76.4 |

〔出所〕Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* より作成。

**表2　州・地方公務員年金の収支**　（単位　%）

| | 1972 | 1977 | 1982 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 収入（百万ドル） | 12,620 | 25,347 | 48,773 | 99,361 | 97,580 | 100,125 | 111,339 | 108,240 | 126,805 |
| 被用者拠出 | 26.5 | 20.6 | 16.4 | 11.3 | 12.2 | 12.8 | 12.4 | 15.0 | 12.6 |
| 政府拠出 | 45.6 | 48.8 | 44.3 | 30.6 | 31.4 | 31.2 | 29.3 | 30.6 | 26.5 |
| 投資収益 | 27.5 | 30.6 | 39.2 | 58.1 | 56.4 | 55.9 | 58.3 | 54.3 | 60.9 |
| 支払い（百万ドル） | 4,920 | 9,767 | 18,241 | 30,495 | 33,099 | 36,174 | 39,575 | 43,479 | 48,385 |
| 給付 | 83.4 | 86.6 | 85.0 | 91.2 | 89.8 | 91.2 | 90.9 | 90.7 | 91.3 |
| 脱退 | 13.2 | 11.3 | 11.8 | 5.9 | 7.3 | 5.9 | 6.1 | 6.0 | 5.1 |
| その他 | 3.1 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.3 | 3.6 |
| 黒字（百万ドル） | 7,700 | 15,580 | 30,532 | 68,886 | 64,481 | 63,951 | 71,764 | 64,760 | 78,419 |

〔出所〕U.S. Department of Commerce, Bureau of the Cencus, *1977 Cencus of Governments*, Vol.6, No.1 ; *Employee Retirement Systems of State* and *Local Governments*, および*1992 Cencus of Governments*, Vol.4, No.6 ; *Employee Retirement Systems of State and Local Governments*.

が，その中心をなす社会保障年金基金は，資産運用の対象が「非市場債」(nonmarketable issues)と呼ばれる連邦債に限定されており，ここでは考察から除外することが適当である[14]。

表1より，私的年金のなかでも被保険型と言われる部分が成長していることがわかる。私的年金（保険型）の総資産は，1960年の190億ドルから95年の1兆120億ドルにまで約53倍の増加となっているのに対して，私的年金（被保険型）は同期間で380億ドルから2兆6,229億ドルまで約69倍の増加となっている。しかし，総資産がこの私的年金（被保険型）以上に伸びているのが公務員年金である。公務員年金の総資産は，60年の200億ドルから95年の1兆5,270億ドルまで約76倍の増加となっている。

こうした公務員年金の資産増加の要因として最初に指摘されねばならないのは，公務員年金への加入者の増加である。62年から92年までの間に，加入者は530万人から1,357万人まで約2.6倍の増加であった。これに対して州・地方政府の公務員数は，同期間で719万人から1,570万人へ約2.2倍の増加であった。つまり，公務員年金の加入者数は，この間州・地方政府の公務員数を上回るペースで増加してきたのである。このため公務員年金への加入率（公務員年金への加入者／州・地方政府の公務員数の比率）も，62年の73.7%から92年の86.4%まで上昇している[15]。

もっとも，近年，年金資産の増加は，投資収益の増加に依存する部分が拡大してきている。表2がこれを示唆している。

見られるように，公務員年金の総収入のうち

被用者拠出の比率は，72年の26.9%から92年の12.6%まで14.3%低下しており，雇用主の政府拠出分も同期間で45.6%から26.5%へ19.1%低下している。これに対して投資収益は，同期間で27.5%から60.9%まで大幅に上昇している。しかも，公務員年金の黒字額を見ると，72年の49億ドルから92年の784億1,900万ドルへ15倍以上もの増加となっている。したがって，この間の公務員年金の収入増加は投資収益の増加に依存する部分が大きくなっているのである。

ところで，公務員年金の総収入の過半を投資収益が占めているということは，別な面から見れば，公務員年金の成熟化を示すものと言える。公務員年金の成熟化は，受給者の加入者に対する比率の変化からも指摘できる。すなわち，受給者の加入者に対する比率は，62年の13.8%から92年の34.9%まで上昇してきている[15]。

したがって，公務員年金の成熟化のもとで，年金債務の財源調達という観点から投資収益の拡大がますます重要な課題になってきているのである。

しかも，こうした動きは，州が雇用主としての政府拠出を減らそうとする動きによって，さらに強まっていると言える。

そもそも公務員年金の大半が確定給付型の年金プランであることを考えると，拠出者である州政府が雇用者拠出を削減することがありうるのかという疑問もあるが，雇用者拠出には元来不安定な側面があると言われている。多くの場合，州法によって公務員年金への州拠出分については州税からの請求権があると考えられているが，そうでない場合もあるからである。例えば，イリノイ州最高裁は，70年代の初めに，イリノイ州知事が州法で定められた給付水準以下に州の歳出承認額（appropriation）を削減する権利をもつという見解を支持したのである。こうした事態になるのは，各州の公務員年金の給付水準，拠出，受給資格，資金調達義務，投資権限などの規定は，それぞれの州の州法と裁判所の司法的解釈によって形成されてきたため，年金権についての考え方も州によって必ずしも同一ではないからである。

いくつかの州では，年金権というものが憲法の修正による場合を除いて侵害することのできない受給者の権利であるととらえるのに対して，他の州では，年金権は全く契約上の要素をもたない政策の基本的表明にすぎないものである。さらに，年金権というものが年金プランの保証条件とはほとんど無関係に公務員に与えられる特別な功労金（gratuity）と見なされている州もある[16]。したがって，公務員年金に対する雇用者拠出は，初めから不安定な側面をかかえているのである。

しかも，80年代のレーガン政権による「新連邦主義」（new federalism）は，内政における州の役割を相対的に拡大したと評価されている。すなわち，連邦政府による州・地方政府への補助金カットは，「分権のパラドックス」（the paradox of devolution）を呼び起こしたのであり，それは，とりわけ州レベルにおける連邦事業の代替，経済開発，社会サービス分野における州の新たな取り組みの拡大などに見ることができるのである[17]。

こうした内政における州の役割の相対的拡大は，一般基金（general fund）による州の財政運営に影響を与えてきている。アメリカでは，ほとんどの州で州憲法によって一般基金の均衡財政を義務づけられており，年々の黒字額が一般基金の財政支出に対してどの程度の比率をもっているのかが財政の健全さの１つの指標

——比率が5％以上なら一応問題なく，それ以上になるほど問題がある——と言われている。そこで，全州平均でその比率を見ると，85年に4.3％水準であったものが，95年には3.7％水準にまで低下してきているのである。したがって，州財政の一般基金については，その健全さが次第に低下していると見なされよう。

こうした一般基金の財政事情から見ても，州の信託基金（trust fund）において資産額が急増している公務員年金に対して，州の一般基金からの拠出額を減らそうとする方向が強まってきているのは，ある意味で当然のことと考えられる。

## Ⅱ．公務員年金の資産運用の実態

### 1. 概観

以下では，公務員年金の資産運用の実態を見ていこう。公務員年金についての統計資料としては，商務省が公刊している，Employee-Retirement Systems of State and Local Governments が利用可能なものである。ただし，この資料は一定規模以上の公務員年金から収集した情報にもとづき作成されていることに留意する必要がある。例えば，1991年時点で約9000の公務員年金があると言われているが[18]，92年度の Employee-Retirement Systems of State and Local governments は，30億ドル以上の資産をもつ2,400の公務員年金から収集された情報にもとづき作成されたものである[19]。

さて，表3は公務員年金の資産構成の変化を見たものである。表3から最初に読み取れるのは，72年から92年までの期間において，「政府証券」（governmental securities）の比率が12.8％の上昇となっているのに対し，「非政府証券」（nongovernmental securities）の比

**表3　州・地方公務員年金の資産構成**　（単位　％）

| 項目 | 1972 | 1977 | 1982 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 現金・預金 | 1.1 | 1.4 | 3.0 | 7.9 | 7.4 | 8.9 | 7.5 | 6.4 | 6.3 |
| 政府証券 | 8.9 | 12.7 | 23.7 | 28.7 | 27.3 | 25.6 | 24.7 | 24.6 | 21.7 |
| 連邦債 | 5.4 | 9.8 | 13.0 | 22.6 | 21.2 | 19.6 | 19.4 | 19.0 | 16.3 |
| 連邦機関債 | 5.4 | 5.3 | 9.1 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 5.2 | 5.6 | 5.3 |
| 州・地方債 | 3.5 | 4.5 | 1.6 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 非政府証券 | 89.9 | 85.3 | 71.4 | 59.6 | 60.9 | 61.1 | 61.4 | 62.3 | 63.4 |
| 社債 | 55.1 | 45.8 | 34.4 | 18.0 | 20.2 | 21.5 | 21.0 | 20.3 | 19.6 |
| 株式 | 18.3 | 22.5 | 22.2 | 31.9 | 33.0 | 30.6 | 29.8 | 31.1 | 30.0 |
| モーゲージ | 10.1 | 8.8 | 7.7 | 5.6 | 3.7 | 2.8 | 3.9 | 3.0 | 3.0 |
| その他 | 0.2 | 8.2 | 7.2 | 2.1 | 3.9 | 6.1 | 6.7 | 7.9 | 8.0 |
| その他投資 | 6.2 | 0.6 | 1.9 | 3.9 | 4.4 | 4.5 | 6.4 | 6.7 | 8.6 |
| 不動産 | − | 0.4 | 0.7 | 1.2 | 2.0 | 1.5 | 2.2 | 2.4 | 4.4 |
| その他 | − | 0.2 | 1.2 | 2.6 | 2.3 | 2.9 | 4.2 | 4.3 | 4.2 |
| 資産（百万ドル） | 68,760 | 124,178 | 245,048 | 512,854 | 562,606 | 633,269 | 720,803 | 783,405 | 866,131 |

〔出所〕U.S. Department of Commerce, Bureau of the Cencus, *1977 Cencus of Governments*, Vol.6, No.1 ; *Employee Retirement Systems of State* and *Local Governments*, および*1992 Cencus of Governments*, Vol.4, No.6 ; Employee Retirement Systems of State and Local Governments より作成。

率が26.5%もの低下となっているということである。このような非政府証券の大幅な比率低下と政府証券の比率上昇の差を埋め合わせるように，現金・預金や不動産投資などその他の投資の比率が上昇傾向を示している。

次に，政府証券内部においては，対象期間中連邦機関債を含む連邦債の16.2%の比率上昇と州・地方債の3.4%の比率低下がひとまず確認できる。とりわけ，80年代においては，連邦債の比率上昇と州・地方債の比率低下の傾向が顕著になっている。

80年代の初頭にいわゆるレーガノミクスの一環として金融引締めが行われたこと，また，それ以降レーガノミクスの想定とは逆に連邦財政赤字が拡大したことから，連邦債が非常に高い金利水準で推移したことが，公務員年金の資産運用における連邦債投資の比率上昇の大きな要因であった。80年代においては，公務員年金を中心に州・地方政府部門が国内における連邦債投資に大きな役割を果たしたのである[20]。

他方，公務員年金の州・地方債の運用比率は，70年代には若干上昇するものの，80年代の後半になると，ほとんどネグリジブルな比率となっている。70年代に，州・地方債の運用比率が若干の上昇を示しているのは，70年代半ば頃にニューヨーク市に見られるように都市財政危機が進行したために，当該する市や州の公務員年金が職員組合の協力などのもとに，地方債市場を支えるために地方債の購入活動を行ったからである。しかし，80年代になると，アメリカ経済の好調を反映して都市財政危機も最悪の状態を脱したこと，そして公務員年金も資産運用においてより投資収益の拡大が必要となったために利子免税債としての州・地方債にほとんど投資をしなくなったのである。

**表4　選択資産の収益率の推移　1960～1983年**

（単位　%）

| | 平均名目収益率 | 平均インフレ調整済収益率 |
|---|---|---|
| 現　　金 | 6.1 | 1.4 |
| 長期債券 | 5.4 | 0.7 |
| 普通株 | 9.2 | 4.5 |
| 不動産 | 8.1 | 3.4 |

〔出所〕Girard Miller, *Investing Public Funds*, GFOA, 1986, p.318.

次に，非政府証券内部における変化というだけでなく，公務員年金の資産運用全体の動向変化という観点からも注目すべきなのは，社債と株式の地位交替である。

72年に総資産の55.1%を占めた社債は95年には19.6%までその比率を低下させている。これに対して72年に総資産の18.3%を占めるにすぎなかった株式は，95年にはその30%を占めるようになったのである。つまり，公務員年金の資産運用の最大項目の交代が生じたのである。

これはすでに述べたように，70年以降における州における投資規制の緩和と，公務員年金における投資収益の拡大が求められるなかで，投資収益の大きな株式投資が重視されるようになってきたからである。実際，表4も示すように普通株への投資は長期的に見て収益のもっとも高いものであった。

以上の検討より，公務員年金の資産運用においては，投資収益の拡大という観点から株式投資が次第に重視されてきていると言える。しかし，これは一定規模以上とはいえ公務員年金の全般的な投資動向を平均的に表したものにすぎない。

## 2. 個別の大規模年金の分析

そこで次に，大規模な公務員年金の資産運用の実態により立ち入って検討しよう。しかしそ

**表5　資産上位10州の州・地方公務員年金の資産構成，1992年**　（単位　%）

| 州 | 現金・預金 | 政府証券 | | 非政府証券 | | | 総資産（百万ドル） | 加入者数（千人） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 合計 | 連邦政府 | 合計 | 社債 | 株式 | | |
| カリフォルニア | 5.9 | 19.7 | 19.7 | 67.0 | 19.8 | 31.6 | 148,428 | 1,495 |
| フロリダ | 4.6 | 26.0 | 26.0 | 69.0 | 16.9 | 47.5 | 30,182 | 618 |
| イリノイ | 14.8 | 16.4 | 16.4 | 58.2 | 22.5 | 32.3 | 36,992 | 623 |
| ミシガン | 16.0 | 17.4 | 17.3 | 59.2 | 17.9 | 35.5 | 31,204 | 519 |
| ニュージャージー | 0.1 | 3.3 | 3.3 | 96.6 | 53.2 | 39.4 | 27,173 | 436 |
| ニューヨーク | 3.6 | 24.1 | 24.1 | 69.3 | 17.2 | 43.6 | 118,302 | 1,238 |
| オハイオ | 2.6 | 17.2 | 17.2 | 75.4 | 19.2 | 19.3 | 77,481 | 813 |
| ペンシルバニア | 5.5 | 29.1 | 29.1 | 58.6 | 8.8 | 40.1 | 35,946 | 457 |
| テキサス | 2.5 | 36.0 | 36.0 | 29.0 | 5.7 | 17.2 | 50,135 | 896 |
| ウィスコンシン | 1.0 | 16.5 | 16.4 | 81.4 | 31.2 | 43.6 | 27,285 | 314 |
| 全国平均・合計 | 6.3 | 21.7 | 21.6 | 63.4 | 19.6 | 30.0 | 866,131 | 13,573 |

〔出所〕U.S. Department of Commerce, Bureau of the Cencus, *1992 Cencus of Governments* Vol. 4, No. 6 ; *Employee-Retirement Systems of State and Local Governments* より作成。

の前に，表5によって1992年の資産上位10州の公務員年金の資産運用について見よう。

資産額ではカリフォルニア州とニューヨーク州が圧倒的に大きく，それぞれ1,484億2,800万ドルと1,183億200万ドルとなっている。これら2つの州だけで，資産上位10州の資産合計額の31%を占めていた。さて，資産上位10州の公務員年金の資産構成は州によってかなりの相違がある。しかし，株式運用比率について見ると，オハイオ州とテキサス州を除いていずれも全国平均の30%を超えるという共通した特徴を指摘することができる。とりわけ，フロリダ州，ニューヨーク州，ペンシルベニア州，ウィスコンシン州は全国平均よりも10%以上も高い株式運用比率となっている。

一方，株式運用比率が全国平均よりも低いテキサス州では，連邦債への運用比率が全国平均よりも約16%高い。また，同様に株式運用比率の低いオハイオ州では，株式，社債，連邦債への運用比率がほぼ同じ水準になっており，社債や株式以外の非政府証券への運用比率がむしろ高いという結果になっている。

したがって，資産額が上位の州の場合，比較的株式運用比率が高くなる傾向があること，しかし，州によっては保守的な投資政策を採用しているところもあり，そうした州においては株式運用比率は必ずしも高くないと言える。

次に，個別の大規模な公務員年金の資産運用を見ることにしよう。まず，表6であるが，これは92年の資産上位10位までの公務員年金の資産構成を示したものである。

株式運用比率について見ると，Ohio Public Employee, California State Teachers を除く8つの公務員年金はいずれも30%という全国平均を超える株式運用比率となっている。とくに，New Jersey, New York State Teachers, Wisconsin Board はともに50%を超える高い運用比率になっている。しかし，同時に，92年には株式運用比率を社債運用比率が上回っている公務員年金が未だに4つあったこと

**表6　資産上位10位までの州・地方公務員年金の資産構成（1992年）**

| 年　金** | 総資産*（百万ドル） | 株式（%） | 債券（%） | 現金（%） | 不動産証券（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| CalPERS | 52,000 | 34.6 | 46.1 | 3.8 | 9.6 |
| New York State | 42,811 | 44.4 | 47.5 | 2.1 | − |
| New Jersey Investment | 34,000 | 53.0 | 45.0 | 2.0 | − |
| New York State Teachers | 32,225 | 59.8 | 30.4 | 2.8 | − |
| Texas Teachers | 31,832 | 45.0 | 41.3 | 2.3 | − |
| Ohio Public Employee | 26,025 | 21.3 | 70.1 | 7.9 | − |
| California State Teachers | 22,396 | − | 83.6 | 13.0 | − |
| Wisconsin Board | 21,675 | 51.1 | 34.2 | 1.4 | 2.8 |
| State of Michigan | 20,613 | 39.1 | 31.9 | 19.3 | 4.3 |
| Florida State Board | 17,402 | 50.8 | 47.7 | 4.8 | 4.4 |

注*　確定利付資産
　**　なおOhio State Teachersは資産構成が不明のため資産上位10位までから削除した
〔出所〕*Pension & Investment*, Jan. 25, 1993.より作成。

**表7　資産上位10位までの州・地方公務員年金の資産構成（1997年）**

| 年　金 | 総資産（*）（百万ドル） | 株式（%） | 債券（%） | 現金（%） | 不動産証券（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| CalPERS | 127,599 | 64.0 | 27.7 | 0.9 | 5.0 |
| New York State | 95,812 | 59.1 | 31.6 | 2.5 | 2.7 |
| California State Teachers | 78,912 | 61.7 | 32.8 | 1.0 | 2.6 |
| New York State Teachers | 68,738 | 72.7 | 18.5 | 1.4 | 3.6 |
| Florida State Board | 71,940 | 68.0 | 25.0 | 2.0 | 4.0 |
| Texas Teachers | 64,221 | 63.5 | 32.5 | 2.0 | 0.4 |
| New Jersey Investment | 59,102 | 64.0 | 26.4 | 5.0 | 0.1 |
| New York City Common | 54,712 | 71.0 | 28.0 | 1.0 | − |
| Wisconsin Investment | 49,394 | 54.0 | 35.0 | 3.0 | 3.0 |
| Ohio Public Employee | 44,162 | 34.0 | 51.0 | 6.1 | 6.0 |

注*　確定利付資産
〔出所〕*Pension & Investment*, Jan. 26, 1993.より作成。

が指摘できる（CalPERS, New York State, Ohio Public Employee, California State Teachers）。

では，最近ではどうか。表7は97年の資産上位10位までの公務員年金の資産構成を示したものである。表7で注目されるのは，Ohio Public Employeeを除き，いずれの公務員年金も株式運用比率が50%以上であること，さらに株式運用比率が60%以上の公務員年金が7つに及んでいることである。しかも，97年では株式運用比率よりも社債運用比率が高い公務員年金というのは，Ohio Public Employeeのみであ

**表8　大規模公務員年金のインデックス運用（1997年，国内投資分）**

| | 株式インデックス運用額（百万ドル） | 社債インデックス運用額（百万ドル） |
|---|---|---|
| CalPERS | 48,212 | 0 |
| New York State Teachers | 38,147 | 0 |
| New York State Common | 31,608 | 0 |
| Texas Teachers | 30,379 | 0 |
| California State Teachers | 26,092 | 25,876 |
| Florida State Board | 30,797 | 12,000 |
| New York City | 25,743 | 0 |
| New York City Teachers | 15,155 | 0 |
| Washington State Board | 14,719 | 0 |
| Wisconsin Investment | 9,699 | 2,433 |

〔出所〕*Pension & Investment*, Jan. 26, 1998より作成。

る。

このように92年と比べると97年は，大規模な公務員年金の資産運用の重点がさらに株式投資にシフトしている。また，97年の大規模な企業年金の株式運用比率を見ると，例えば，GEは64.0%，IBMは63.2%となっており，同年の大規模な公務員年金はほぼそれと同等ないしそれ以上の株式運用比率となっている[21]。この意味で，大規模な公務員年金の株式投資は，大規模な企業年金のそれとほとんど変りなくなってきていると言ってよい。

近年では，公務員年金の株式投資が拡大してきており，とくに資産額の大きい公務員年金の場合にはそうである。ちなみに，97年の公務員年金の株式保有額（時価）は1兆3,058億ドルであり，株式発行額（時価）の10.2%を占めている。そして資産の上位10位までの公務員年金の株式保有額は全公務員年金の株式保有額の約35%を占めているのである[22]。

したがって，公務員年金のうちとりわけ大規模な公務員年金の場合には，大量の株式を保有しており，このため保有株式の売却は困難なものとなる。保有株式を売却すると，売却時点でのブローカー手数料等のコストも大きいし，何より市場へのインパクトが大きいからである。

この点についてP.A.ドラッカーは次のように述べている。「年金基金，特に公務員年金の年金基金は，自分たちはもはや株式の投資家ではないという事実に目覚め始めている。投資家というのは，その定義からして保有株式を『売れる』（はずである）。……中略……中規模の年金基金の株式保有量ですら，すでにとても大きくなってしまったので，そうおいそれとは売れなくなっている。これをもっと正確に言うならば，これらの保有株式は，原則として，他の年金基金が買ってくれるなら，そのときにのみ売れるのである。あまりに大きくも膨れすぎたがゆえに，市場で吸収されたり，それによって機関投資家の間で循環的に取引きされたりすることができなくなったのである。」[23]

さらに，大規模な公務員年金では，株式投資についてインデックス（パッシブ）運用と呼ばれる運用方法がかなり普及していることが注目される。表8がこれを示している。

見られるように，CalPERSを始め，資産規模の大きな公務員年金による株式インデックス運用額が大きいということがわかる。そして，大規模な公務員年金の株式運用額に占めるインデックス運用額の比率はかなり高く，その比率はCalifornia State Teachersの最低53.6%からNew York State Teachersの最高76.3%まで到達しているのである。つまり，大規模な公務員年金では，株式運用額の少なくとも半分以上はインデックス運用となっているのである。

そこで，インデックス運用とは何かが問題となる。インデックス運用とは，パッシブ運用と呼ばれ，アクティブ運用の反対語である。アクティブ運用とは，ある一定の投資期間において，ある資産クラスの銘柄に投資し，ベンチマークを超えるパフォーマンスを上げることを目的とするものである。また，このアクティブ運用では株式の売買回転率は高く，売買に関わる取引コストもそれだけかかることになる。一方，インデックス運用とは，ベンチマークと同じパフォーマンスを上げるために，例えば，S&P500などのインデックスがベンチマークとして選択され，それと同様なパフォーマンスを上げるために，ベンチマークの動きと同様な動きをするポートフォリオを人工的に構築して運用する方法である。ファンドマネージャーはインデックスと同じリターンを獲得することを目的とするものである[24]。この運用方法は，アクティブ運用と比較すれば，株式の売買回転率も低く，取引コストも低く[25]，そしてインデックス並みの運用成績を目指すのでファンドマネージャーの運用責任が問われにくいという特徴をもっている。公務員年金の場合には，企業年金と比較して自家（インハウス）運用が多いと言われており，この点もインデックス運用が多い理由の1つと考えられる。

ともあれ，このインデックス運用の場合，インデックスへの貢献の大きい企業の株価が不振ならば，投資先企業に経営改善への介入を行い，インデックス全体のパフォーマンスを高めることが要請されよう。

したがって，大規模な公務員年金の場合には，株式保有額が大きいために株式を簡単に売却することができないこと，また，株式投資においてはインデックス運用が相当普及しており，この運用方法の特徴からも保有株式の売却は困難と言える。

保有株式を簡単に売却できないということになれば，公務員年金にとって投資先企業の長期的な株式価値の拡大を求める株主行動を起こすことが重大な課題となる。

表9は，機関投資家の議決権行使の事例を示している。表9に登場している公務員年金は，すでに見たように，株式投資額が大きく，株式インデックス運用額の大きな公務員年金が大部分である。もちろん，大規模な公務員年金のすべてが議決権行使のような積極的な株主行動を行っているわけではないが，株式投資額が大きく，株式インデックス運用額の大きい大規模な公務員年金が，積極的な株主行動を行っているケースが多いことは事実である。

しかし，こうした大規模な公務員年金による株主行動の積極化は，大規模な企業年金においては，ほとんど見いだすことができないものである。その理由は，企業年金の場合には，企業年金それ自体が，いわばスポンサーである企業の一部（受託者は取締役会の1つの委員会が指名される場合が多い）だからである。一方，公務員年金のスポンサーは州・地方政府であり，

**表9　近年の米国機関投資家によるいくつかの株主行動の事例**

| | |
|---|---|
| 1987 | 機関投資家，ガバナンス関連の株主提案を初めて提出（多くはポイズン・ピルを株主投票に付すべきことを求めるもの） |
| 1989 | CalPERS 他の機関投資家，ハネウェル社に対し取締役の改選時期の分散等ガバナンスに係る経営陣の提案に反対する委任状争奪戦を遂行（成功） |
| 1991 | CalPERS 等の大株主，１人の個人投資家がシアーズ社の取締役の席を求めて起こした委任状争奪戦を支持（不成功）<br>NYS-CREF 及び CalPERS，それぞれ指名委員会（注１）の設立を求め多数の会社に書簡送付 |
| 1992 | CoPERA，CaLPERS，CREF，業績不振等を理由にいくつかの企業の取締役選任投票を保留<br>ＮＹＣＥＲＳ，独立取締役で構成する指名委員会の設立等の株主提案をいくつかの会社に提出 |
| 1993 | CaLPERS，業績不振企業を中心とする12社に書簡送付（92年に発送），独立取締役との面談要請（12社全てが CaLPERS との会合を受け入れ，多くが改革に同意）<br>PSERS，業績不振の５社を選定，うちコダック社に書簡送付・面談要請<br>FSBA，業績不振の５社の CEO との話し合い要請<br>NYCERS，多数の全社に対し秘密投票の採用等を求める株主提案提出<br>SWIB，９社に株主提案提出（最終的には１社）<br>CalPERS，業績不振企業への働きかけを実施<br>CREF，２社に株主提案（最終的にはゼロ），多数の企業に秘密投票採用を要請<br>CoPERA，業績不振10社への取締役選任投票保留を検討<br>SWIB，パラマウント・コミュニケーションズ社に対する取締役選任投票を保留する意向を書簡で他の大株主に通知<br>Fedelity，株主利益に沿わない役員報酬プランに反対する書簡を約100社に送付。<br>CREF，ガバナンスに係るガイドライン公表，投資先企業（1500社と言われる）に送付<br>CII，業績の悪い50社のリスト公表，会員に送付<br>CalPERS 等，ディロンリードが設立予定の経営改革ヴェンチャー・ファンド（改革に同意した企業の株を所有するとともにヴェンチャーのパートナーを当該企業に送り経営改革を図るもの）への投資決定<br>CaLPERS，業績不振企業改革のための relationship investing fund 設立を決定 |

（注）1.　取締役候補の指名を主たる役割とする。社外取締役のみから成ることが多い。
　　2.　上表中の略称はそれぞれ次のものを指す。
CalPERS　：California Public Employees' Retirement System（カリフォルニア州公務員退職年金基金）
NYS-CREF：New York State Common Retirement Fund（ニューヨーク州一般退職年金基金）
CoPERA　：Colorad Public Employees' Retirement Association（コロラド州公務員退職年金基金）
CREF　：College Retirement Equity Fund（教職員退職年金基金・株式ファンド）
NYCERS　：New York City Employees' Retirement System（ニューヨーク市職員退職年金基金）
PSERS　：Pennsylvania School Employees' Retirement System（ペンシルバニア州学校職員退職年金基金）
FSBA　：Florida State Board of Administration（フロリダ州運営委員会）
SWIB　：State of Wisconsin Investment Board（ウィスコンシン州投資委員会）
CalSTRS　：California State Teacher'sRetirement System（カリフォルニア州教員退職年金基金）
CII　：Council of Institutional Investors（機関投資家評議会，米国年金基金の団体，1985年設立）
〔出所〕荒巻健二「コーポレイト・ガバナンス」『ファイナンス』1994年７月号，69頁。

企業年金の場合のような制約がない。このため公務員年金は，企業年金と比べ投資先企業への株主行動を起こしやすい立場にある。

なお，しばしば政治的野心をもつような者が公務員年金の理事会の理事に就任する場合に，公務員年金の株主行動が強まるという指摘がなされている[26]。しかし，それも先述したように公務員年金が投資収益の拡大を求める必要性を有していることや公務員年金と企業年金とのスポンサーの違い，また，公務員年金の理事会と

州・地方政府との関係の違いや多様性，といった条件があって初めて問題になりうる論点であろう。したがって，理事の政治的野心一般に公務員年金の積極的な株主行動の要因を求めることは適切とは思えない。理事の政治的野心一般に，公務員年金の積極的な株主行動の要因を求めることは，逆に公務員年金の積極的な株主行動に対する制約も，理事会の理事次第という，通俗的な結論に帰結しがちだからである。公務員年金の積極的な株主行動に対するより大きな制約要因として重視されねばならないのは，公務員年金への拠出者である州・地方政府による公務員年金への介入問題である。

公務員年金はそもそも拠出者としての州・地方政府と密接な関係をもっている。このため公務員年金の投資行動も，州・地方政府との関係によって制約される面がある。以下では，こうした側面について検討を行うことにしよう。

## Ⅲ．公務員年金の投資行動に対する州の介入

### 1. 公務員年金の機構

公務員年金の投資行動に州・地方政府が介入するといっても，それは公務員年金の理事会に対する圧力として表れるので，ここでは最初に公務員年金の機構的特徴を確認しておくことにしたい。

公務員年金は，一般に州・地方政府の公務員年金に年金やその他の雇用に関連した給付を供給するために州法などによって設立されたある種の特別な信託基金（special trust fund）であって，通常そのような法律は公務員年金の管理責任を規定している。また，公務員年金は州法の他に，日常的な業務の遂行のために準則をもっている場合が多い。これらの準則は理事会の構成や選挙，理事会の開催のための手続き，理事会の小委員会の権限などについて規定している[27]。

公務員年金の管理責任は，通常公務員年金の理事会（board）にある。この理事会は，通常7人ないしそれ以上のメンバーから構成されており，州知事などが任命した理事長やその理事長が任命したり，州などから任命された役人と，公務員年金の加入者によって選出された代表者とから構成されている[28]。また，理事会は専門的な資産運用のために，ファンドマネージャーを雇用することもできるし，商業銀行や投資顧問会社に運用を委託することもできる。

### 2. 州による公務員年金の株主行動への介入

R. ロマノは，公務員年金の投資行動と株主行動に対する州の「政治的圧力」（political pressure）を詳細に検討している[29]。ここではそうしたR. ロマノの分析のうち，州による公務員年金の株主行動に対する「政治的圧力」が明確な事例を取り上げてみたい。それによって，いかなる理由にもとづいて州が公務員年金の株主行動に介入しようとしているのかを理解できるように思われるからである。

さて，1990年代に入ると，いくつかの州は公務員年金の黒字額の急増を根拠として，州の公務員年金に対する雇用者拠出分を削減したり，その拠出水準を引き下げるために年金数理の前提条件を変更するという動きをとった。重要なことは，こうした州サイドの動きの背後には，公務員年金の積極的な株主行動に対する牽制の意味が込められていたということである。

ここではカリフォルニア州の事例を取り上げるが，登場するカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）の機構は，次のようなものである。CalPERSは，資産運用と管理全般に関する決定権限をもち，加入者に受給者責任を負っている。理事会は13名で構成されており，加入者代表6名，州議員からの任命者3名，州政府からの任命者4名となっている。日常的な業務は，11名の幹部職員を含む1,000人のスタッフによって行われている[30]。

さて，91年にカリフォルニア州知事は，一般基金の財政赤字（140億ドル）の軽減を行うという観点から，CalPERSの年金受給者の生計費調整（cost-of-living increases）のために充てられるはずであった分（16億ドル）を，州の一般基金に移転することを提案した。

同時に，州知事は当時のCalPERSの理事が全員任命した新理事からなる理事会と交代すること，公務員年金の年金数理責任（acturial responsibilities）を州知事部局に移管することを提案していた。後の提案は，それによって州の雇用者拠出を削減できるような新しい年金数理の前提条件を構築するためのものであった。

このような州知事サイドの提案に対して，CalPERSの理事会の理事達は次のように反発した。すなわち，CalPERSの理事会を再編しようとする州知事の提案は，CalPERSが企業経営者に対して行っているモニタリング行動を嫌悪していることに動機づけられていると，批判した。州知事の提案の1ヶ月前にCalPERSは，Sears，GM，ITTなどの経営陣の報酬が高すぎるという批判を行っていたからである[31]。

次に，ニューヨーク州の事例を取り上げるが，ここでもニューヨーク州職員年金基金（New York State Common Retirement Fund）の機構を見ておこう。この公務員年金の機構的特徴は，州民の選挙によって選出された州の財務監督官（controllor）が唯一の指名受託者であり，他の公務員年金のように理事会をもたない点にある。財務長官は，このため投資諮問委員会等の6つの委員会を組織して，専門家の意見聴取を行っている。また，日常的な業務を行うために約2,000人の職員をかかえている[32]。

さて，89年にニューヨーク州知事の委嘱を受けて設立された州年金投資特別専門委員会（State Task Force on Pension Fund Investment）は，州知事に公務員年金の資産の運用を，例えば，インフラ投資といった州のニーズを満たすために利用すべきであるという報告書を提出した。

他方で，報告書は，現在の経営者によって反対されているような敵対的な企業買収——RJRナビスコのレバレッジド・バイアウト・ファンド（買収予定の会社資産を担保にした借入金による企業買収）——を支持するために公務員年金の資産が利用されていると批判したのである[33]。

こうした報告書の考え方は，敵対的な企業買収のために公務員年金の資産を利用することは州の経済に悪影響を与えるのに対して，公務員年金の資産を州のインフラ整備に利用すれば，それが地方企業への支援をすることにつながり，実質的に年金加入者にとっても州経済にとっても有益だという判断が前提にされていた[34]。公務員年金の資産をインフラ整備に利用しようという議論は，そうした投資が公務員年金の加入者が暮らしているコミュニティの「生

活の質」を改善することを通じて，公務員年金の加入者に間接的に利益をもたらすという考え方と見なすことができよう。

年金投資問題特別委員会の報告書は，公務員年金の加入者と機関投資家グループからの批判を招いた。そこでの批判としては，公務員年金の資産をインフラ整備に利用しようという議論は，それが公務員年金の受給者に当初約束していた年金受給権を希薄化させる懸念があるというものや，プルーデントではない「社会的投資」(social investment) につながるのではないかというものであった[35]。

カリフォルニア州とニューヨーク州の事例は，州にとって影響力のある大企業が公務員年金による株主行動を嫌悪する場合，州サイドはそれを抑制するような行動をとることを示唆している。

ところで，上述したニューヨーク州の事例にも登場した「社会的投資」が州サイドから求められる場合，公務員年金の株主行動に対する州の「政治的圧力」が強まると，R. ロマノはとらえている。

そこで，「社会的投資」とは何かということが問題となるのだが，R. ロマノはそれを「収益がリスクに見合わない投資」であると定義している。また，そうした「社会的投資」は，受給者への年金給付を犠牲にして，広範な社会的目的のために年金資産を利用する特徴があるとしている。

広範な社会的目的のために利用されるということから，「社会的投資」の内容は多岐に渡るものとなるが，表10によるとベンチャーキャピタル投資や低所得者向けの住宅投資などのコミュニティ投資と呼ばれているものや，南アフリカや北アイルランドに投資を行う企業の株式投資への制限が，「社会的投資」を指すものとして挙げられている。

また，日本の研究者によれば「社会的投資」とは，「資金を投下する際に，財務的な観点からの判断だけでなく，資金の投下先の事業の社会的側面も考慮して行う投資」と定義されている。また，その定義にもとづく「社会的投資」として，「ソーシャル・スクリーン」(南アフリカに投資を行っている企業の株式には投資をしない等，投資先の事業内容を自分の価値観や倫理観といった基準から評価して，投資先を選別する行為)，「株主行動」(株式総会において社会的な問題へ意思表示を行う)，「コミュニティ投資」(地域社会の再活性化のために，主として，低所得者やマイノリティ・婦人への資金供給を行う) が挙げられている[36]。

R. ロマノと日本人研究者による「社会的投資」の概念は，ほぼ重っていると言えよう。だが，R. ロマノの言う「社会的投資」に含まれているものの，日本の研究者の言う「社会的投資」には，明示的に含まれていないものがある。ベンチャーキャピタルへの投資がそれである。R. ロマノの言うように，ベンチャーキャピタルに対する投資が，常にリスクに見合わない収益しかもたらさない投資という意味で「社会的投資」と定義するのは誤りである。というのも，ベンチャービジネスは失敗する確率も高いが，成功した場合の収益も大きいからである。

また，企業年金の受託者の資産運用に関わって，84年に労働省企業年金福祉庁 (Office of Pension and Welfare Benefit Program, U.S. Department of Labor) はある意味でベンチャーキャピタルなどへの投資を奨励していた。すなわち，「多くの基金受託者は，従来

**表10　公務員年金が「社会的投資」を行っている州**

A. States with instructions to foster local economic development (numerical limitations in parentheses)

By statute :

Arkansas (5-10% range), California (25% residential realty, 1% small business venture capital), Colorado (non-statutory fund policy, 20%), Connecticut, Florida (2% local housing bonds), Iowa, Kentucky, Massachusetts, Michigan, Missouri (3-5% small business venture capital), Montana (3% venture capital), New Hampshire (10% home mortgages), New York (7.5%), Ohio, Pennsylvania (1% venture capital), Rhode Island (5%), Vermont (1% venture capital fund), Wisconsin

By Pension Fund Board or Investment Board policy:

Alabama, Alaska, Kansas, Minnesota, Oregon, Wisconsin, Wyoming

B. States with South African investment restrictions

By statute:

Arkansas, California, Connecticut, Florida, Illinois, Iowa, Maine, Maryland, Massachusetts, Michigan, Missouri, Nebraska, New Jersey, North Carolina, Oregon, Rhode Island, Tennessee, Vermont

By Pension Fund Board policy:

Hawaii, Indiana, Kansas, Minnesota, North Dakota, South Carolina

C. States with Northern Ireland Investment restrictions:

By statute:

Connecticut, Florida, Maine, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Montana (joint legislative resolution), New Jersey, New York, Rhode Island

By Pension Fund Board policy:

Indiana, Oklahoma

〔出所〕Robert Romano, "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsiderd", *Columbia Law Review*, Vol.93, May 1993, No.4, p.809.

から安全で確実な株および債券に投資する傾向にある。これらの投資は，長期間におけるインフレーションに対応した価値を維持することができない。これらの受託者は成長分野であるベンチャーキャピタル，不動産（それらはERISAのプルーデンスルールの下においても投資可能である）等において実質投資収益を追求することを覚醒する必要がある。」[37]

実際，高い投資収益を理由として，州の公務員年金によるベンチャーキャピタルへの投資は，かなり増えてきている。こうした公務員年金によるベンチャーキャピタルへの投資は，ERISAの影響としてプルーデント・マン・ルールが州法化されてきたこと，70年代後半における民間の専門的なベンチャーキャピタリストによる高い収益率の実証を背景としていた[38]。

以上のような動きを受けて，82年にはオハイオ州とミシガン州において，公務員年金の総資産の一定比率（5%）を地方のベンチャーキャピタルの投資に運用することが認められたのである。また，ミシガン州においては，公務員年金によるベンチャービジネスへの資金供給が，州の経済基盤の強化という観点——ハイテク産業などの育成——から取り組まれたのであった。こうした先例の後，公務員年金によるベンチャーキャピタルへの資金供給が相当普及したのである[39]。なお，ベンチャーキャピタルへの

投資としては，近年ベンチャーキャピタル・ファンドが普及している。これは，ベンチャーキャピタルの募集に応じて投資家が出資し，組成するリミテッドパートナーシップ（投資事業組合）を指すものであり，ベンチャーキャピタルが管理運営に当たるものである。リミテッドパートナーシップを通じて投資を行うのは，投資結果について有限責任しか負わないので，リスクを限定できるためと考えられる。

表11は，97年にベンチャーキャピタルに資産運用を行っている公務員年金の上位10位までを示したものである。見られるように，CalPERS は30億ドルもの資産運用を行っているし，それ以外にも10億ドル以上の資産運用を行っている公務員年金が２つある。上位10位までを合計すると，公務員年金によるベンチャーキャピタルへの資産運用額は73億6,400万ドルに匹敵する。97年度に，ベンチャーキャピタル・ファンドなど「上場していない株式」(private equity）による資金調達の合計額は509億ドルなので，公務員年金のベンチャービジネスへの資金供給額は上位10だけで，その15%近くを占める計算になる。

ところで，興味深いのは California State Teachers（以下，CalSTARS）の動きである。この CalSTARS のファンドマネージャーは，1997年の５月に理事会から CalPERS と比較した際の収益率の低さを指摘されて解雇された。そして，新しく就任したファンドマネージャーは，ベンチャーキャピタル・ファンドなど「上場されていない株式」での運用比率を従来の３％から５％にまで引き上げたのである[40]。

**表11　ベンチャーキャピタルにおいて確定給付資産をもつ公務員年金の上位10**

（単位　100万ドル）

| | |
|---|---|
| CalPERS | 3,015 |
| Utah State Retirement | 1,100 |
| Michigan Retirement | 1,083 |
| Conneticut Trust Funds | 570 |
| Colorado Employees | 331 |
| Massachusetts Employees | 313 |
| Pennsylvania Employees | 299 |
| California State Teachers | 256 |
| New York Common | 200 |
| Illinois Teachers | 197 |

〔出所〕*Pension & Investment*, Jan.26, 1993. より作成。

これは，公務員年金のファンドマネージャーが高い投資収益を求められるために，普通株への投資から，さらにリスクは高いが収益率も高い「上場されていない株式」投資への選好を強めていることを示唆している。

このように，高い投資収益を目指すという観点から公務員年金によるベンチャーキャピタルへの投資が積極的に行われてきている。このため，公務員年金によるベンチャーキャピタルへの投資は，R. ロマノの言う「社会的投資」――収益がリスクに見合わない投資――という定義には必ずしも当てはまらないと言えよう。

したがって，収益をある意味で犠牲にするソーシャルスクリーンにもとづく投資制限やマイノリティなどへの住宅投資などの場合が，R. ロマノのいう本来の「社会的投資」の場合となろう。

州サイドが，公務員年金に対してそのような「社会的投資」を迫ってくるとすれば，公務員年金のファンドマネージャーは，全体の投資ポートフォリオからどのようにして予定された投資収益を上げるかという点で一定の困難をかかえることになろう。しかし，公務員年金は，ベンチャーキャピタルなどへもリスク分散を図りながら積極的に投資を行っているので，「社会的投資」といえども全く行えないわけではな

いだろう。それこそ公務員年金の総資産のごくわずかな部分に限定し，しかもリミテッドパートナーシップ形態を採用しうるような社会的投資ならば，ある程度は実行可能と思われるからである。

以上を整理すれば次のようである。公務員年金の株主行動に対して州内の有力な大企業からクレームがつく場合には，州サイドはそれを抑制するような対応行動をとる。そして，その対応行動としては公務員年金に対する州の雇用者拠出分を減らす，「社会的投資」を押しつけようとする，公務員年金の理事会の構成を州サイドの利害を代表するものだけにする，年金数理の権限を州知事部局に移管する，といったものになろう。

こうした州の対応行動は，特に80年代に入ってからの州間競争の激化のなかで，「企業家としての州」（entrepreneurial state）と呼ばれるほど，州の経済開発政策が活発に展開されるようになったことと関連が深いように思われる[41]。州としては，州内の雇用の維持という観点から有力な大企業の維持が必要であり，他方では，州間競争に打ち勝つために新興企業の育成が不可欠となっている。

それゆえ，州サイドでは公務員年金による州内有力企業への積極的な株主行動には抑制的となり，他方，公務員年金によるベンチャービジネスなどの経済開発投資には積極的になっているのである。

しかし，公務員年金自身の資産運用の側から言えば，有力な大企業に対する株主行動も，ベンチャービジネスなどへの投資も，ともに投資収益の拡大を求める行動の一環と言えよう。

ここに州サイドと公務員年金との間に，公務員年金の株主行動をめぐって利害が対立する根拠があるように思われる。

## Ⅳ．むすびにかえて

以上，本稿を要約すれば次のようになる。

州法による公務員年金に対する投資規制の緩和とERIZAによるプルーデント・マン・ルールの州法化の普及が，公務員年金の弾力的な資産運用を可能とする法的枠組みを形成した。公務員年金の成熟化は，年金債務をファイナンスするために投資収益への依存を決定的に高め，公務員年金の株式投資を拡大させる規定的要因を形成した（Ⅰ）。

資産規模の大きな公務員年金は，株式投資額が大きく，また，少なくともその半分以上は，インデックス運用となっている。こうした株式投資を行う資産規模の大きな公務員年金では，保有株式を簡単に売却することは困難であり，投資先企業の経営に不満がある場合には積極的な株主行動を行う傾向がある。また，そうした積極的な株主行動を行えるのは，企業年金と異なり公的部門の公務員年金だからこそである（Ⅱ）。

しかし，公的部門であるからこそ，公務員年金は拠出者としての州・地方政府から介入を受けやすい立場に置かれている。特に，公務員年金の株主行動が州内の有力な大企業を対象に行われ，そうした企業からクレームがつく場合，州サイドは公務員年金の株主行動を抑制するような対応行動をとる傾向がある（Ⅲ）。

ここで述べた（Ⅰ）と（Ⅱ）は，公務員年金がコーポレイト・ガバナンス活動を積極的に行う理由を公務員年金の投資行動の側から指摘したものと言える。しかし（Ⅲ）は，公務員年金のコーポレイト・ガバナンス活動は無制約では

なく，州サイドが州の経済にとって無視しえない大企業への配慮を行うという理由から，公務員年金による積極的な株主行動を抑制しようとする傾向があることを示唆している。

本稿は，公務員年金の投資行動をその国内のコーポレイト・ガバナンス行動と関わらせて検討したのであるが，周知のように公務員年金は国際分散投資にも乗り出している。そして Cal PERS などは，我が国の有力な大企業に対してもアメリカ国内と同様，積極的な株主行動を展開し，企業の経営改善を求めてきている。果たして，こうした事態をどのように理解すればいいのか。おそらくは個別の大規模な公務員年金の投資行動と株主行動，それをめぐる国内的，国際的利害関係をより具体的な次元でとらえるようなアプローチが必要となるのではないだろうか。しかし，これについて十分に論じる準備はないので今後の課題としたい。

**注**

1) John E.Petersen, "Public Pension Fund Administration," In J.Richard Aronson and Eli Schwartz, eds., *Management Policies in Local Government Finance*, International City Management Association, 1987, p. 268 .

2) Twentieth Century Fund, *Abuse on Wall Street*, 1980, Quorum Books, p. 268.

3) Werner Paul Zorn, "Public Employee Retirement Systems and Benefits," In John E.Peterson and Dennis R.Strachota, eds., *Local Government Finance: Concepts and Practices*, Government Finance Officers Association, 1991, p. 372.

4) Girard Miller, *Investing Public Funds*, Government Finance Officers Association, 1986, p. 300.

5) Ronald I.Robinson, *Postwar Market for State and Local Government Securities*, Princeton University Press, 1960, pp. 95-96; Roger F.Murray, *Economic Aspects of Pensions*, National Bureau of Economic Research, 1968, p. 103. ちなみに，1942年の公務員年金の資産構成においては，その72%が州・地方債によって占められていた。

6) J.E.Petersen, *op. cit.*, p. 336. なお，州・地方債市場の安定化のために公務員年金が利用された有名な事例としては，1975年におけるニューヨーク市の事例がある。当時，ニューヨーク市は短期債のデフォルトの懸念が強まっていたが，それを回避するためにニューヨーク州によって設立された自治体援助公社（Municipal Assistance Corporation）の発行する債券をニューヨーク州とニューヨーク市の公務員年金が購入したのである。Robert W.Bailey, *The Crisis Regime: The MAC, the EFCB, and the Political Impact of the New York City Financial Crisis*, State University of New York Press, 1984, pp. 17-41.

7) Girard Miller, *op. cit.*, p. 300.

8) Anthony Commission on Public Finance, *Preserving the Federal-Local Partnership: The Role of Tax-Exempt Finacing*, Government Finance Officers Association, 1989, p.11 ; King John, "State and Local Debt,"In J.Richard Aronson and John L.Hilley, *Financing State and Local Governments*, The Bookings Institution, 1986, p. 171.

9) J.E.Petersen, *op.cit.* p. 336.

10) *Ibid.*, p. 337.

11) Kathleen D.Gill (ed), *ERISA: The Law and the Code*, 1985 Edition, The Bureau of National Affairs, Inc., 1985, pt. 2.

12) Advisory Committee on Intergovernmental Relations, *State and Local Pension Systems: Federal Regulatory Issues*, 1980, Ch. 1. この報告書の作成の背景には，1970年代のインフレーションの進行の下で，確定給付プランを基本とする公務員年金の年金債務の財源調達のあり方が問題になったこと，また，1970年代に急速に財政悪化を示した連邦保障年金基金と公務員年金の財政再建との絡みから，連邦政府の社会保障年金基金と公務員年金との統合問題（公務員年金への加入者の社会保障年金基金への加入問題やその際の年金受給額の調整問題）があった。

13) Werner Paul Zorn, *op. cit.*, p. 385.

14) Gray R.Evans, *Red Ink :The Budget, Deficit, and Debt of the U.S. Government*, Academic Press, 1997, pp. 135-146. なお，同書では将来の高齢化社会における連邦社会保障年金基金の財源確保という観点から，資産運用の対象を連邦債から株式にまで拡張しようという議論が紹介されている。また，クリントン大統領も本年1月に発表した一般教書において社会保障年金基金による株式運用を提案している。

15) U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Statistical Abstract of the United States*, 1964および1994.

16) John E.Petersen, *op. cit.*, p. 323.

17) Alice M.Rivlin, *Reviving the American Dream: The Economy, the States & the Federal Government*, The Brookings Institution, 1992, pp. 101-107; U.S. General Accounting Office, *Federal-State-Local Relations: Trends of the Past Decade and Emerging Issues*, 1990.

18) W.Paul Zorn, *op. cit.*, p. 369.

19) U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *1992 Census of Governments, Employee-Retirement Systems of State and Local Governments*, p. ix.

20) 山村浩「アメリカ財政赤字のファイナンス」山口光秀／島田晴雄編，大蔵省財政研究所アメリカ財政研究会著『アメリカ財政と世界経済　赤字構造の分析』，東洋経済新報社，1994年。なお，州・地方政府の公務員年金の連邦債保有残高は，77年の163億ドルから88年1,845億ドルにまで増加したのであった。

21) *Pension & Investment*, January 26, 1998.

22) *Ibid*; Federal Reserve Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*, 1998.

23) P. A. ドラッカー著，小林薫訳「年金基金による企業の所有と支配」ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部『コーポレイト・ガバナンス革命　企業年金の再構築』ダイヤモンド社，1998年，111-112頁。

24) G. ティモシー・ハイト／ステファン・モレノ著，中央信託銀行投資調査部訳，『アメリカの年金・資産運用』，東洋経済新報社，1998年，第3章。

25) 1993年の機関投資家別の株式の売買回転率では，全体の平均が41.5%であるのに対して公務員年金は13.3%で最低の売買回転率であったし，またインデックス運用のみでは，全体の株式回転率が19.5%であったのに対して公務員年金のそれは8.1%という低さであった。三和裕美子「機関投資家の株式所有と流動性－米国におけるコーポレイト・ガバナンス論の再考－」『証券経済』日本証券経済研究所，1995年6月，102頁。

26) Robert Romano, "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsiderd," *Columbia Law Review*, vol.93, May 1993, no.4, p. 795. なお，斎藤達弘氏はこのR．ロマノの論文を取り上げ，公務員年金が「政治化」しているというのだが，それは専ら公務員年金の理事に政治的野心がある場合，公務員年金による積極的な株主行動がなされるという一般的な指摘を行っているにすぎない。斎藤達弘「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」『証券経済研究』，日本証券経済研究所：第5号：1997年1月。

27) Girard Miller, *op.cit.*, pp. 278-280; John E.Petersen, *op.cit.*, p. 324.

28) John E.Petersen, *op. cit.*, p. 315.

29) Robert Romano, *op. cit.*, pp. 795-853.

30) 山本誠一郎「カリフォルニア州公務員年金基金－アメリカのプランスポンサーの横顔」『安田年金レポート』，安田年金研究所，1998年。

31) *Ibid.*, pp. 817-819.

32) New York City Comptroller's Office, *New York City Retirement Systems, Investment Management Report*, 1990.

33) *Ibid.*, pp. 815-817.

34) Robert A.G. Monks and Nell Minow, *Power and Accountability*, Harper Business, 1991, pp. 227-228.

35) Robert Romano, *op. cit.*, p. 815.

36) 水口剛・國分克彦・柴田武男・後藤俊彦『ソーシャル・インベストメントとは何か』，日本経済評論社，1998年，序章。

37) 厚生年金基金連合会『アメリカの企業年金の資産運用の実態』，1985年，48頁。

38) Peter K.Eisinger, *The Rise of the Entrepreneurial State: State and Local Economy Development Policy in the United States*, The University of Wisconsin Press, 1988, pp. 255-258.

39) *Ibid*；なお，州によるベンチャービジネスへの支援政策の中心は，ベンチャーキャピタル・プログラムとインキュベーター支援である。

40) 実哲也『米国草の根市場主義』，日本経済新聞社，1998年，68-70頁。

41) Peter K.Eisinger, *op.cit.*, ch.1; R.Scott Fosler, *The New Economic Role of American States*, Oxford University Press, 1998.ch.2; Priscilla C. Geahigan, *American Business Climate and Economic Profiles*, Michi.; Gale Research, 1994.

**（滋賀大学経済学部教授）**