

プルードントマン・ルールと資本形成

磯 谷 玲

要 旨

ERISA の成立とそれにもとづく規制体系の導入は、アメリカ年金規制における大きな転換点であり、今日に至るまで年金プランの行動に大きな影響を与えてきた。

本稿では、(1)米議会の公聴会記録にもとづいて、ERISA を必要とした状況、(2)ついで ERISA が経済過程全体に与えた影響を、中小企業の資本形成という側面に限定して考察する。(3)さらにこうした影響が ERISA の規制体系、具体的にはプルードントマン・ルールの解釈に与えた影響を考察する。

受給権の保護とそれを現実化するプログラムの設定は、それ以前の年金規制体系からみれば画期的なものであったが、「権利の保護とその現実化のためのプログラム」というよりは「資産の保護とその現実化のためのプログラム」という性格が強く、このことは年金システムがアメリカ社会において、そのシステムや行動規範意識と両立するよう具体化された結果であると考えられる。

目 次

- | | |
|-----------------------|----------------------|
| I. はじめに | 3. 公聴会記録(2)－1971年10月 |
| II. ERISA 制定時の議論 | 4. 1971年調査 |
| 1. 背景 | III. ERISA と資本形成 |
| 2. 公聴会記録(1)－1971年 7 月 | IV. 1979年のルール制定 |

I. はじめに

私的年金 (private pension : 以下単に年金とした場合には私的年金を指すものとする) は、企業が自発的に用意するもので、義務では

ない。1974年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974 : 以下 ERISA) は企業の競争戦略として私的年金がもつ負の性格を是正すべく、年金システムに保護されるべき退職後所得という新たな側面を付加したが、このことは企業の自発性

や戦略性を完全に否定するものではない。また年金プランに加入しているのは全従業員の50%強でしかなく、少なくとも現状では社会の全構成員の権利としてとらえられるものでもない。また、その水準も同一ではない。構成員間の格差を含みつつ、その水準に応じて保全されるという側面をとらえれば、年金は資産としてとらえられると考える。この保全・保護は具体的には年金給付保険公社と呼ばれる機関、あるいはこの機関を中心としたシステムによって担われている。

年金給付保険公社 (Private Benefit Guarantee Corporation, 以下 PBGC) は、確定給付型年金を保護するものであるが、単独で成立したわけではなく、広範な年金制度改革の中で実現された。すでに導入されていた預金保険制度や洪水保険と同様に、保険の必要性や有効性は認められつつも、その支出を最小限にとどめるべく包括的なパッケージの一部として機能することが期待されたのである。

PBGC は、ERISA によって設立され、民間部門の確定給付型年金の受益者および参加者の退職後所得を保護することを目的としている。現在保護対象となっているのは確定給付型年金プランのみで確定拠出型年金プランはその対象となっていないが、少なくとも当初の段階ではこれは意図的なものではなく、設立時における確定拠出型年金プランの普及度によるものと考えられる。

一般財源からの支出はなく、議会によって決定されるスポンサー企業からのプレミアムと投資利益による収入等によって運営されている。現在 (2003年)、32,500にのぼる確定給付型年金に加入している4,400万人の年金を保護しており、またすでに終了した3,132プランに属す

る34万5,000人 (退職前の人を含む) に保護上限までの退職給付を支払っている¹⁾。

PBGC は年金システムに対する公衆の信頼を確保する中核をなしているが、他の連邦保険プログラムと同様に、単独で機能するわけではない。放漫な運営を放置して、その結果発生した損失を補填する、という方法は長期にわたって存続することは不可能である。

預金保険や洪水保険と同様、一定の範囲の規制と偶発的な問題への保険という方法による対処ということが年金分野においても保護する場合の基本的構造となっている。ERISA によって導入された規制体系は総体として年金プランの「安全性」を担保することを目的としていたが、いわゆる「ブルーデントマン・ルール」もそうしたもののひとつである。

しかし、年金プランが巨大な資金を投資してきたということから、ERISA の成立は他の経済領域にも大きな影響を及ぼすこととなった。

そこで、ここではまず1974年当時の年金制度が置かれていた状況や抱えていた問題などを議会の報告書や公聴会記録等に依拠して明らかにし、次いで ERISA とそれにもとづく規制体系の導入が、中小企業の資本形成に与えた影響をみることを通じて、年金と資本形成の関係について検討することにした。

II. ERISA 制定時の議論

1. 背景

年金 (Private Pension) が社会的・経済的に重要な要素となるのは、1940年代半ばからであり、相対的に近代的な機構であるといえる。この過程は、アメリカにおける生活過程の変

化、すなわち都市化された賃金生活の拡大と歩調を一にするものであった²⁾。

この意味で、年金という機構は、「郊外住宅」が拡大し、整備されていくということがあらわしていた戦後の大きな変化の別の側面でもあった。

1940年には400万人、1950年にはおよそ1,000万人、60年には2,100万人以上が年金に加入していたが、ERISA 制定時には3,000万人にまで上昇していた。

ERISA 制定以前の年金を規制する法・制度は、(1)福祉および年金プラン情報開示法 (Welfare and Pension Plans Disclosure Act) (2)労使関係法 (Labor Management Relations Act) (3)内国歳入法であった。

50年代にいたる様々な年金制度における逸脱行為を調査した後、「1958年福祉および年金プラン情報開示法」が成立した。この法律制定の背景にある政策目的は、プランの情報開示を通じて、福利および年金プランの参加者の利益を保護することである。プランの管理者は、労働省 (Department of Labor) に登録し、参加者および受給者から要求された場合には、プランの概要および年次報告書を送ることを義務付けられた。

この法律は1962年にプランに関する窃盗、横領などを犯罪とすること、また一定の調査権限を当局に与えたが、これらの改正を経ても、年金プランを監督・規制するには適切ではなかった。情報開示要件は限定されたもので、受託者に関する基準も実質的には全く存在していなかった。なにより最大の弱点は、年金プランを管理する上での個々の従業員のイニシアティブに過剰な期待をかけていたことである。

労使関係法は、労使が共同して年金プランの

設立および運営にあたるものとしているが、受給権や基金の積立、投資の安全性に関する実質的な規定を定めるという企図はなかったのである。

さらに内国歳入法も、プランの運営や受託基準についての規定を欠いていた。

これがERISA 制定以前の状況であった。

こうした問題点は関係者には広く知られており、従ってまた法制度整備の必要性も認識されていたところではあった。しかし他方で、新たな規制の導入がプランの成長を妨げるとする反対論も強固であった。

2. 公聴会記録(1)―1971年7月

(1) 受給

私的年金の中心的な問題の一つは受給権 (vesting) の概念をめぐるものである。受給権とは、プラン参加者である従業員が獲得する奪われることのない権利を意味する。しかし実際には、不適切な受給条項、あるいはそもそも受給条項が存在しないことの帰結である困苦が公聴会を通じて明らかとなった。以下、いくつかの証言をみていくことにする³⁾。

■Stephan Duane デュエインは、ニュー・ジャージにあるグレート・アトランティック・アンド・パシフィック・ティー・カンパニー (Great Atlantic & Pacific Tea Co. 以下 GAPC) で32年間勤務していたが、彼の勤務していた工場は1970年に閉鎖された。経営者はその時点で55才以上 (早期退職として規定されていた年齢) の従業員に対してのみ年金を支払った。その時点では51才だったデュエインは年金を受け取ることはできなかった。受給可能な年齢を55才と定めた固定的な規定は極端な不公平を従業員に課すこと

になったのであった⁴⁾。

■Mr. & Mrs. Russ バーナード・ルスは、24年間、コロンビア・ガス・システムに勤務したが、過酷な受給条項のために給付を受け取れなかった。会社のオハイオ移転に伴って転勤するよう迫られたが、家庭の事情により転勤を断念せざるを得ず、またそれと共に41才で退職せざるを得なかった。彼の妻も、出産のために34才の時に会社を離れていた。彼らはどちらも、会社の定めた給付年齢である45才には達していなかったため、給付を受けることはできなかった⁵⁾。

■Edmund McCarthy マッカーシーは、運転手としてマリノクロット・ケミカル・ワークスに30年間勤務していた。会社がニュー・ヨークからニュー・ジャージに移転した際、彼の重度の発達障害のある子どもがニュー・ヨークの自宅近くの学校に通学する必要があるために、転勤することができなかったため、全ての年金クレジットを没収された。規定では50才から給付を受けることが可能であったが、彼はその時点で47才だった⁶⁾。

■Iris Kwek クェックはアナコンダ・カンパニーに30年間勤務していたが、会社の収益が落ち込んだため、1971年8月に退職を余儀なくされた。彼女は退職を強要されたにもかかわらず、会社の規定では受給資格は早期退職の場合で60才と定められていたので、いかなるタイプの年金給付も受けることができなかった⁷⁾。

以上のように、長期間勤務し、実年齢も受給資格を得る年齢に非常に近いにも関わらず、会社の受給規定によって年金の受給権を失う例が多数みられた。特に最後のアナコンダ・カンパニーの場合、退職は会社の都合によるものであ

る。このような状況は議会に早急な対応を求めるものであった。

(2) 積立

受給と並んで大きな問題となったのが積立の問題である。

次にこの点に関する証言をみてみよう。

■George Silver & Earl Machleit 二人は義理の兄弟であったが、それぞれ30年、34年という期間、デトロイトにあるミシガン・ツール・カンパニーという会社に勤務していた。会社がデトロイトの工場を南部へ移転させた時には、年金プランは従業員に規定通り給付するために必要な資産を保有していなかったと両氏は証言した⁸⁾。

会社側も、小委員会によって公聴会へ招請されたが、辞退した。

■Lester Fox これは有名なステュッド・ベーカー社の件である。

同社がサウスベンドで破綻した時、すでに受給資格のある従業員から年金を買い取るために、2,170万ドルが必要とされ、そのためまだ受給資格を得てはいないが、受給資格を蓄積してきた従業員にはほとんど資金が残されなかった。

フォックスはこう証言している⁹⁾。

「問題は、4,000をこえる従業員が眼前で自分たちの年金が消失するということに直面したことです。これは会社によって決定されたことなのです。従業員は年金プランの運営を停止するという決定に全く関与していません。……労働者が自由企業システムに確信を持ち続けることが必要であると仮定するならば、私的年金プランに対する公的な管理が必要でしょう。」

■William Blair これもステュッド・ベーカー社と同様の事例である。

ブレアはペンシルバニアに位置するイングラム・リチャードソン社に34年勤務していた。しかし同社がニュー・ヨークにあるパーク・エレクトロケミカル社に売却された後、給付は停止された。パーク・エレクトロケミカル社は公聴会での証言に応じ、買収に年金プランが含まれていることは認識していたが、このプランは適切には積み立てられておらず、年金給付を継続する法的責任はないと主張した（買収の交渉や手続きは完全に合法的であった¹⁰⁾）。

（3） その他の問題

（i） ポータビリティ

一つは、「ポータビリティ」の問題である。経済力の強化や生産性の向上によって、労働力の流動性や弾力性は重要な条件である、と考えられていた。これは今日においても変わらない考え方であるが、いくつかの証言¹¹⁾は当時は制限する傾向の方が強かったことを、そしてシステムを再評価する必要が増していることを示している。工場誘致や新規建設をめぐる州間の競争は、既存の労働力を最大限有効に使うことを求めるが、それには労働力の流動性が増大することが必要である。

（ii） 再保険

必要とされる大きさにプランの積立が不足していることに関連する問題は、未積立債務（unfunded obligation）に対する保険によって解決される。保険に対する要望の高まりは、合併や事業の売却、解散、移転、等々により生じるプランの完全な終了に由来している。会社は通常拠出分以上を負担する義務はないし、ま

た経営者の管理問題をこえた経済状況の変化等々の要因もある。これらの問題を解決するためには、再保険により、給付を保障することが必要であると考えられたのであった。

（iii） 受託者責任および開示の問題

プラン加入者である従業員は、一般的に会計の知識やプランの運営に習熟していない。この点はデュエイン（Stephan Duane）やシルバー（George Silver）らが証言している。したがって、受託者の責任やプランに関する情報開示が重要な論点となる。

（iv） 「繰り延べ賃金」というコンセプト

公聴会で浮かび上がってきた問題は、年金の位置付けである。公聴会で証言した従業員は繰り返し、年金は繰り延べられた賃金であると主張している。労働交渉の結果もたらされた年金は、和解金や贈与といった類のものではなく、より高い賃金を約束するものなのである。

ロビー（R.K. Roby）は、こう証言している。

「年金は、集団交渉の一部に含まれていたものです。もし従業員が、工場閉鎖を事前に知らされていたのであれば、年金プランを含む労働協約を認めず、年金の代わりに時間当たり賃金の増大や、あるいは年金プランの変更を主張したでしょう。従業員は、工場閉鎖は年金の支払いを回避するためのものだったと信じているのです¹²⁾。」

また、フォックス（Lester Fox）も同様の証言を行っているし、クエックは、経営者も同様の観念をもってたと主張した。

「会社は、それ（年金）を第2の給与と呼んでいたように思います。それが会社が使っていた言葉だったのです¹³⁾。」

3. 公聴会記録(2)－1971年10月

7月の公聴会で明らかになった著しい不公平は、経営者やプランの管理者からの証言が必要であると考えられ、今回の公聴会¹⁴⁾では、経営者並びに管理者が招請された。

アメリカ企業全体のサーベイにもとづいて、典型的な特徴を有していると考えられ、また地理的分布や産業分野を考慮して、まず84の年金プランが選ばれた。さらにこれらのプラン関係者にインタビューを行い、最終的に招請する16のプランが選定された。これら16プランのうち、2つの企業は召還令状を必要としたが、大部分は自発的に招請に応じた。地理的には、これらのプランは9つの州に分布している。うち5つがニュー・ヨークに所在しており、他はコロンビア特別区、ペンシルバニア、テネシー、フロリダ、ミズーリ、コネチカット、カルフォルニア、マサチューセッツに所在している。もっともこれらのプランは所在地以外の地域の従業員についてもカバーしているという事実を忘れてはならない。これらは単に本部の所在地を示しているにすぎない。

産業別には、製造業2、食料品のチェーン・ストア2、複合企業 (conglomerates) 2、その他であった。

(1) 受給

受給権規定を欠いているために、多くの、長年にわたって勤続した従業員が給付を受けられないという状態にあることが、7月の公聴会で明らかとなった。受給権規定を設定しない理由はたとえば次のようなものがあげられる。

ケンドール・カンパニー (Kendall Company) は過剰積立 (overfunded) であった

が、受給規定を整備していなかった。同社の年金プランは530万ドルの資産を計上していたが、給付のための負債は180万ドルだった。従業員に対する平均的な支給額 (benefits) は月29.96ドルで、小委員会スタッフが調査した764の民間年金における支給額の中央値は100ドルを下回っていた¹⁵⁾。

ケンドール・カンパニーは、これは会社の方針で「資金を、年金よりも、病院や、外科、主要内科、生命保険、そして当然賃金につぎ込む」のだと主張した。これは次に述べる理由も関連するが、受給権を整備して会社を離れた従業員にコストをかけるよりも、現在の従業員にコストをかける方が、人材獲得をめぐる競争にとって有意義であるという考え方である。

もう一つの理由は、次のような考えに基づいている。

すなわち、受給規定がなければ、そのことは従業員が離職・転職することを防止し、通常の退職年齢まで会社にとどまる、という考えである。

ウィッタカー・ケーブル・カンパニー (Whitaker Cable Company) の証言は、この問題が事実として存在することを確認させた。

同社の年金プランは、1943年に設立され、会社によって積み立てられてきた。現在の社長であるジャック・ウィッタカーはこう述べている。

「私の父の哲学は、そして私の哲学でもありますが、社会の基本単位は家族である、ということであり、そして我が社の人々は私の家族の一員である、ということです。私が最も関心を寄せることのひとつは、これらの人々が退職年齢に達した時、何が彼らの利益とな

るか、ということなのです。……そして私の基本的な考え方は我が社に長年勤続してきた人々に対して追加的な資金を渡すことなのです¹⁶⁾。」

「家族」という言葉で彩られているが、ウィッターカーによって考えられている年金は、贈与や報奨金の類であり、賃金の一部をなすものとは考えられていないことは明白であろう。

ダグラス・モンロー (Douglas Monroe) は、アナコンダ・カンパニーの人事部長であったが、同様の証言を行っている。モンローは、ジャビット上院議員の「あなたのプランの本当の目的は労働者を65才まであなたの会社に引き留めておくことですか?」という質問に対して、明確に肯定した¹⁷⁾。

労働者を自社に引き留めておくことは、訓練期間と費用の節約、会社への忠誠心の向上等の利点がある。しかしこうした慣行は、すでに7月の公聴会の箇所のみならず自身ではコントロールすることができない厳しい状況に置かれた従業員、しかも退職年齢には達しないが長年勤続してきた従業員にとっては、過酷な負担を強いるものであった。また経済環境的にも、労働力の流動化が求められるようになっており、従来の労働者の「囲い込み」的な年金制度のあり方が問い直される時期でもあったのである。

(2) 積立

適正に積立が行われているプランでも、場合によっては従業員に非常な困苦を強いることになったのはすでにみたとおりである。積立不足のプランが与える影響の劇的な事例は1963年のステュッド・ベーカー社の事例である。7月の公聴会でも、ミシガン・ツール社の年金プランの破綻 (George Silver & Earl Machleit によ

る証言)、アメリカン・シアナミドにおける工場の閉鎖の影響 (R.K. Roby による証言)、ホーズ・リフラクトリーズ (Haws Refractories) の破綻の影響、等について取り上げてきた。

今回の公聴会でも、ウェスタン・ユニオン・テレグラフ・カンパニー (Western Union Telegraph Company)、ユニロイヤル (Uniroyal, Inc.)、ニュー・ヨーク・ホテル・トレーズ・カウンシル年金プラン (The New York Hotel Trades Council Pension Fund) が取り上げられた。

ウェスタン・ユニオン・テレグラフ・カンパニーは、1969年6月30日現在で負債に対して12%の資産しか保有していなかった。

ファンドの管理者 (administrator) は、これまでの受給者による給付請求が大きく、ファンドは対応できないとし、2006年までに精算する予定であると述べた。仮に精算された場合には、従業員は予定していた給付のうちわずかな部分しか受け取れないか、あるいは全く受け取れないことになる¹⁸⁾。

ニュー・ヨーク・ホテル・トレーズ・カウンシル年金プランは、1969年段階で給付額の4分の1を若干上回る程度の資産しか保有していなかった。給付を減額する正式の計画的なプログラムは存在せず、マルチ・エンプロイヤー・プラン (Multi-employer plan) の場合には、積立不足は重大な問題ではないと主張した¹⁹⁾。

ユニロイヤルは、負債の35%以下の資産しか保有していなかった。同社は、資産と負債の食い違いは近年の労使交渉の結果引き上げられた年金額の増額が主な原因であるとし、負債をカバーするために拠出額を大幅に引き上げることが会社の生産性と収益性を損なうものであるこ

と、長期的な従業員の利益は、ファンドの資金の調達に関して企業を厳しく制限することによっては達成されないと主張した²⁰⁾。

これらの証言が示しているものは、個別企業においては年金は企業戦略や収益を侵害しない限りにおいて存在するものであることを示している。そしてこのことは経済過程総体が要求する労働力の流動性の増大、年金ポータビリティの増大とは齟齬をきたすものであった。

(3) 再保険

積立不足についての深刻な実態は、また受給に大きな影響を与える様々な偶発的な出来事、産業規模での破綻、移転、自発的な終了等々、に対する保険の形態を考慮する必要があることを示した。

負債と資産が合致しておらず積立不足の場合には給付が不可能となる、ということは認識されていても、再保険というコンセプトには抵抗がみられる。

ウェスタン・ユニオン・テレグラフは、現在不足している3億6,500万に対して保険をかけることは、毎年220万ドルの追加コストを生じさせると見積もっている²¹⁾。

ユニロイヤルは、再保険に関するコストを負担するとしながらも、そのような再保険は財務的に問題を抱えている企業、あるいは過小資本の企業に適用すべきだと主張した²²⁾。

ニュー・ヨーク・ホテル・トレーズ・カウンスル年金プランは、全米規模の再保険においては単一雇用者プラン (single employer plan) と複数雇用者プラン (multi-employer plan) の相違をふまえるべきであると主張した。彼らは、複数雇用者プランにおいては「意図的な終了および縮減」は存在しないことを強調した。

しかし、負担方法によっては (ニュー・ヨーク・ホテル・トレーズの場合も該当することが公聴会で明らかとなったが)、複数雇用者プランにおいても、給付が縮減される可能性は存在する。つまりもしある企業が破綻した場合、その企業が負担していた拠出分を他の企業が代替して負担しない限り、それは給付の減額あるいは短縮につながる可能性がある、ということである。

(4) ポータビリティ

受給権や積立の問題と関連するもう一つの大きな問題は、「ポータビリティ」の欠如である。7月の公聴会での証言のうち、最も端的にこの問題を現していたのは、フィンケルシュタイン (Murray Finkelstein) のケースであった。

リテール・シュー・エンプロイーズ・ユニオン (Retail Shoe Employees Union) は、年金プランに加入している業者への再就職を斡旋したが、フィンケルシュタインはこの斡旋を拒否し、年金プランに加入していない業者へ就職した。フィンケルシュタインは自己の専門的技量の生かせる、あるいはそうした観点から満足できる職場を選択したのであった。もちろん年金を放棄することは多大な損失であったことはいうまでもない。

このような事例は、ニコルズ (Guy Nichols) のケースでもみることができる。彼は、航空エンジニアとして22年半働き、うち15年半はGEに勤務していた。しかし雇用期間が6年と9年半とに分割されていたため、最低10年間の勤続を受給の条件としていたGEの規定に抵触し、この間の年金給付は受けられないことになった。

ポータビリティの問題が解決されること、あるいは移動の条件が緩和されることは、ある種の熟練労働者にとって利益となることは充分予想されることであったが、同時に1970年代に入って以降の低成長の下で余儀なくされた企業・産業の再編成にとっても必要とされたのである。

(5) その他の問題

(i) 開示

プランに関わる情報について適切な開示が行われていないということが明らかとなった。

(ii) 受託者の問題

様々な証言が受託者の行動基準に関する問題を指摘した。

ウールワース・カンパニー (Woolworth Company) の年金プランは、3,900万ドル、資産の約35%を同社の所有する不動産への投資に充てていた。これは1951年から開始されていて、「(当時は) 年金プランに適した投資の概念が、現在のそれとは異なっていた」と説明された。同社の財務担当であったティンマーマン (Robert G. Zimmermann) は、会社が破綻した場合年金ファンドがどのような影響を被るか、という質問に次のように答えている。

「合衆国の経済システム全体は、会社は存続し続けるものだ、という事実の上に構築されていると考えています²³⁾。」

ウィットカー・ケーブル・カンパニーは、自社ビルを年金に46万5,000ドルで購入させた。同年基金は、シティ・ナショナル・バンク・オブ・カンザス・シティによって運営されており、また同行はトラスティーとしても活動していた。さらにウィットカーの社長は、同行の役員も兼務していた。このような結合関係は、年

金の資産運用としては著しく不適切であった。このようなことは当時の連邦法によって明確に禁止されていたわけではない。しかし議会においては拒否されるべきものと考えられた。

ゲネスコ・カンパニー (Genesco Company) の年金プランは、その資産8,000万ドルのうち、約1,500万ドルを同社の証券に投資した。

また、ウィンディーキシー・コーポレーション (Winn-Dixie Corporation) では、利益分配ファンド (profit-sharing fund) の約28%を同社の普通株および不動産へ投資した。約96万ドルがモーゲージ・ローンに投資されたことが知られているが、これらのモーゲージ・ローンは同社の役員や取締役が利害関係を保有するものであった²⁴⁾。

このような事例は、従業員を自社にとどめておくという意味にとどまらず、より直接的に年金プランの持つ資金が経営上の「資源」として経営者たちに認識されていた、ということを示している。

4. 1971年調査

(1) 調査方法等

受給権をめぐる問題は年金プランに関する規制を検討する上で非常に重要であったので、議会は独自の調査を行った。

年金プラン全体からランダムに1,500が選ばれ、郵送による質問・調査が行われた。回答を寄せたのは1,000プラン強であったが、全ての質問に回答しない、あるいは一部の質問にのみ回答してきたものが多かった。

完全な回答を行ったものからさらに1950年以降に設立されたもの、および利益分配型ファンド (profit-sharing plan) を除外した。

サンプルは二つのセットに区分される。

一つは総資産が100億ドル以上で、プラン加入者は10万人以上から100人以下と多岐にわたっている。このセットに該当するプランは全部で51で、産業別分布は、製造業20、通信12、金融7、石油、ガスが各3、卸売業もしくは小売業が2、保険、海事、建設、サービスが各1であった（便宜上、こちらをセットaと呼ぶ）。

もう一つのセットは36プランから構成され、60億ドル以上の資産を保有し、プランの加入者は最初のセットと同じように多岐にわたっている。このセットの産業別の分布は、製造業が21、石油3、ガス2、公益事業1、輸送・保険が各3、印刷が2、建設が1であった（便宜上、こちらをセットbと呼ぶ²⁵⁾）。またセットaでは、受給規定がないか、11年以上の勤続者に対して支給を行うものとされており、セットbでは10年以下で受給権を与えていた。

(2) 主な結果

- (1) セットaでの1950年以降に参加した全員の4%が、セットbでは8%が通常の、あるいは早期もしくは繰り延べの退職給付を受けていた。
- (2) 1950年以降の全ての加入者の5%がプランを去った場合でも給付を受け、またセットbの16%が給付を受けた。
- (3) セットaでの1950年以降の全ての加入者の70%が給付権を得られなかったし、セットbの38%が受給権を得られなかった。
- (4) プランを離れた1950年以降の加入者において、セットaでは92%が、セットbでは73%が受給権を得られなかった。
- (5) セットaで受給権を没収された加入者のうち、5年以下の勤続が85%だった。セットbでは80%だった²⁶⁾。

この調査からも、短期間の勤務者が給付を受けられなかったことが明らかとなっている。ただし公聴会の証言においては、比較的長期間の勤続であった場合でも、そしてまた規定年齢にあと数年というような場合ですら給付を受けられなかった事例が紹介されているが、そうした事例は割合からいえば相対的に少数（セットaでは15%、セットbでは20%をこえない）であったこともわかる。

Ⅲ. ERISA と資本形成

ERISAの成立は、前述のような年金の持つ問題点を改善するものであり、年金資産を一定の範囲内ではあれ保護するものであった。ここでは資本形成に関する公聴会を取り上げ、ERISAに対する異なった評価をみていくことにする。

この公聴会は1978年2月および5月に開催され、1970年代後半における資本形成の問題点を明らかにし、改善方策に関する関係者の意見を聴取することを目的としていた。公聴会では資本形成上の問題として多数の点が議員・証言者から指摘されたが、共通しているのは次の2点である。すなわち、

- (1) 中小企業はアメリカの経済・社会システムに対して重要な意義を有している
- (2) にもかかわらず、中小企業による資金調達には困難に直面している、また外国資本による米企業の買収・合併が盛んであるという点である。

たとえば、上院・中小企業委員会の議長も務めていたネルソン（Gaylord Nelson）議員は、
・1974年から1977年の間に、株式を公開できた企業は61社のみで、1969年の698社と比

較して非常に低迷していること、

- ・過去数ヶ月にわたって将来有望な米国ハイテク企業の外国資本による買収が頻繁に行われていること（ネルソン議員の提示した資料によれば、買収企業は西ドイツ、カナダ、イギリスなどに分布している）、

といった点を指摘している²⁷⁾。

またAEA（American Electronics Association）議長のEdwin V.W. Zchauも、リスク・キャピタルが不足していると証言している（図表1）。

その原因としては、(1)税制、(2)ERISAの成立あるいはブルーデントマン・ルールが存在、(3)資本市場の状態、(4)貯蓄率の低下、など種々の要因が指摘されている。

ここでは、おもにERISAの評価に限定して議員・関係者の認識をみていくことにする。

「相当数のベンチャー・キャピタルが1960年代の後半から70年代の初期にかけて形成されました。近年においては新規ファンドの形成は非常にわずかで、多くの人がこの業界を去り、新規の、初期段階にある企業に投資することも困難になっています。これは資本市場の状況に起因するものでもあります。規制によってもたらされたものでもあります。ERISA立法後、多くの年金基金はベンチャー・キャピタルへの投資は『ブルーデントマン・ルール』による基準を満たさないであ

ろうという助言を受けています²⁸⁾。」

「ERISAは年金基金が相対的に小規模で、野心的な企業に投資することを実質的に排除しています。ERISAが成立する以前は、多くの年金基金がスプラウト・ファンド（Sprout Fund）に参加していましたが、ERISA成立後に立ち上げた同種のファンドへは年金基金は参加してきませんでした²⁹⁾。」

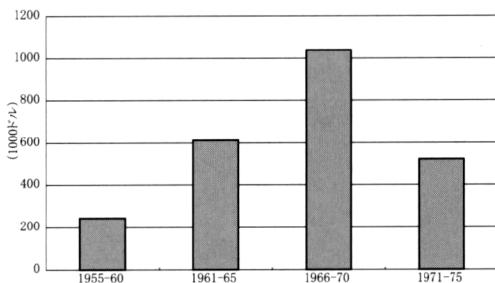
また、ホワイテッド（John C. Whitehead）は、その証言において中小企業は米国経済にとって不可欠であるとの認識を示した上で、資本不足について大要次のように述べている。

- 1) 米国政府は貯蓄および投資の重要性について認識していない。
- 2) 税法（税体系）は、貯蓄・投資に懲罰的なものとなっている。
- 3) 個人は中小企業投資の主要な源泉であったが、しかし現在では個人はかつてのように自分自身で投資を行うというよりは、金融機関（銀行、年金、生保等々）を通じて投資するようになっている。
- 4) 機関投資家は、ERISAの様な規制のために、大企業へ投資を集中している。
- 5) 証券業界は多くの問題を抱えており、縮小傾向にある。SECは強力な証券界を保持する重要性を理解せず、投資家保護に偏重している。
- 6) 規制の累積的な影響は中小企業に過度の負担を強いている。このようなものとして、社会保障税、最低賃金水準、環境基準、失業保険等々があげられる³⁰⁾。

以上のような見解が示しているのはこうである。

資本市場での資金調達が低迷する原因は種々

図表1 平均資本調達額



〔出所〕注27に同じ。p. 23

のものがあリ、それをすべて国家の行為、政策や規制に帰すわけにはいかない。しかし1970年代半ば以降の低迷の要因として規制によるもの、具体的にはERISAによる規制が大きいと考えられている、ということである。

個々の証言内容の妥当性、あるいはERISAによる規制が機関投資家による中小企業投資を制限したという認識の妥当性については別途検証が必要であろうが、ここで確認しておかなければならないのは議員や関係者において、このような認識が持たれていた、ということである。したがって、ERISAによって制定された年金資産の保護システムをアメリカ資本主義の要請にしたがってどのように運営すべきなのか、あるいは「権利としての年金」という規範を認めながら、アメリカ資本主義の要請と両立すべくどのような具体化を行うのか、ということを要求する潮流が1970年代後半には存在していた、ということである。

ところで、この公聴会では、もう一つ注目すべき証言がなされている。

「同ルール（「ブルーデントマン・ルール」のこと、引用者）は『投機的な』証券に受託者が投資することを禁止している。さらに基準に関する従来の解釈の下では、個々の証券が、ポートフォリオ全体のリスク度から切り離されて評価される。ERISAはこの時代遅れで非現実的な手法から切り離されていないため、年金基金は事実上限られた数の『優良企業』に投資を限定され、より大きな成長の可能性のある中小企業への投資を妨げられている。

我々は、ERISAのブルーデントマン・ルールにおいて、慎重であるか否かの考察が資産を個々別々に評価してリスク度を評価す

る方式によってではなく、その購入がポートフォリオ全体に与える影響に鑑みてリスク度を評価する方式によって行われるような方向でルール改正が行われることを促したい³¹⁾。」

この証言は、単にERISAのルールが中小企業投資の妨げになっているという認識を示したものではなく、一步踏み込んでどのような方法で行えば、ブルーデントマン・ルールと中小企業投資が両立するのかを示したものとして興味深い。

後にFRB議長となるグリーンスパンもこの証言を高く評価していた。またこの証言がなされたのは1978年5月15日に行われた公聴会においてであるが、同年4月には後述するように労働省によるルール改正提案が行われており、この段階ではこうした考えがすでに広範な支持を与えるものであったと推測することができる。

IV. 1979年のルール制定

労働省は、1978年4月に受託者責任（fiduciary responsibility）に関する規制案を公表した。この規制案の目的は、特定の投資あるいは投資行為の相対的なリスクの大きさが、それ自体としてそのような投資ないしは投資行為がブルーデントであるか否かを決するものではないということを明確にすることにあった。したがってまたその帰結として、中小企業の発行する証券はいわゆる「ブルーチップ」企業の発行する証券よりも相対的にリスクが大きいけれども、中小企業の発行する証券への投資はERISAのブルーデントマン・ルールの下で完全に適法である、ということになる³²⁾。

この提案は約1年間審議された³³⁾。

寄せられたパブリック・コメントのいくつか

は提案に反対していたがその理由は、(1)ブルーデントマン・ルールの解釈は労働省によってではなく裁判所によっておこなわれるべきである、(2)提案された改正は不適切である、(3)ブルーデンスを規制によって定義するのは実際的ではない、(4)提案はその目的を実現できるものではない、といった点であった。

労働省はパブリック・コメントを検討した後、規制を実施することを決定し、この決定は1979年6月より効力を持つこととなった。

このルール改正の効果については広く知られているところであろうが、ひとつだけ例を挙げておきたい。

「ベンチャー・ビジネスが1年間に得ていた資金は、American Research and Developmentが組織されて以来、数百万ドルをこえたことはなかったが、1979年にERISAのブルーデントマン・ルールが改正され、年金管理者がハイリスクの資産にも投資できることを明確にすると、事態は劇的に変化した。1978年に新規にベンチャー・キャピタル・ファンドに投資された額は4億2,400万ドルで、個人勘定が最大の比率(32%)を占め、年金基金は15%を提供していたにすぎなかった。8年後には投資額は40億ドル以上になり、年金基金は50%以上を占めるようになったのである³⁴⁾。」

この事例に示されているように、年金基金はその後のアメリカ経済の展開において、資金供給者として大きな役割を果たすようになったのである。当初より私的年金が年金制度全体のなかで重要な位置を占めるものとして構成されてきたアメリカにおいては、私的年金は従業員にとっては「権利」というよりも「資産」であり、企業にとっては「義務」というよりも「戦

略」であった。企業は、年金を従業員を自社にひきとめる手段として用い、またその資金をしばしば経営のために用いていたことは、公聴会における証言にも示されていたとおりである。

ERISAによって、こうした恣意性・個性はある程度否定されるようになったと考えられるが、ブルーデントマン・ルールに関する解釈の変更は、結局年金に集積する膨大な資金を中小企業の資本形成へと向かわせるシステムを形作ることになった。

このようなブルーデントマン・ルールに関する解釈の変更や、この後に続く確定拠出型年金の興隆は、「権利としての年金」より「資産としての年金」という性格をますます強めることにつながったのであるが、それは当然のことながらアメリカ社会全般のシステムや行動規範意識とも合致するものであり、またその枠内で存在するものであったのである。

注

- 1) 保護上限金額は、2003年で約月額3,664ドル(65歳適用)。http://www.pbpc.gov/publications/factsheets/factpbpc.
- 2) U.S. House, *Report (P.L. 93-406)*, p. 258.
- 3) Subcommittee on Labor, Committee on Labor and Public Welfare, U.S. Senate, *Private Welfare and Pension Study*, 1971.
- 4) *Ibid.*, p. 119.
- 5) *Ibid.*, p. 334.
- 6) *Ibid.*, p. 201.
- 7) *Ibid.*, p. 234.
- 8) *Ibid.*, p. 159.
- 9) *Ibid.*, p. 210.
- 10) *Ibid.*, p. 310.
- 11) Murray Finkelstein, Frank Hoddick等の証言。
Ibid., p. 194, 217.
- 12) *Ibid.*, p. 228.
- 13) *Ibid.*, p. 234.
- 14) Subcommittee on Labor, Committee on Labor and Public Welfare, U.S. Senate, *Private Welfare and Pension Study*, Part 2, 1971.
- 15) *Ibid.*, p. 809.
- 16) *Ibid.*, p. 440.
- 17) *Ibid.*, p. 405.

- 18) *Ibid.*, p. 408.
- 19) *Ibid.*, p. 586.
- 20) *Ibid.*, p. 851.
- 21) *Ibid.*, p. 408.
- 22) *Ibid.*, p. 855.
- 23) *Ibid.*, p. 730.
- 24) *Ibid.*, p. 861.
- 25) U.S. Senate, *Preliminary Report of the Private Welfare and Pension Plan Study, 1971*, November 1971, pp. 1-4.
- 26) *Ibid.*, p. 8.
- 27) Select Committee on Small Business, U.S. Senate, *Hearing: Capital Formation, 95th Cong 2nd Session, 1978*, p. 1.
- 28) David T. Morgenthaler (Presidnet, National Venture Capital Assoication) による証言。 *Ibid.*, p. 86.
- 29) Dan W. Lufkin (General Partner, The Brae Corporation) による証言。 *Ibid.*, p. 145.
- 30) *Ibid.*, pp. 113-114.
- 31) Wiiliam Dillard による証言。 *Ibid.*, p. 314.
- 32) *Federal Register* Vol.43, No.80, April 25, 1978, p. 17481.
- 33) *Federal Register* Vol.44, No.124, June 26, 1979, pp. 37221-37225.
- 34) R. A. Mashelkar, We need funding source for innovations, <http://www.biospectrumindia.com/content/column/103052301.asp>.

(宇都宮大学国際学部助教授・当研究所客員研究員)