

## 米国 401(k)プランにおける自社株投資

我が国では、企業年金の将来の積立不足に対応するため、米国の確定拠出型退職給付制度の中心的存在である 401(k)プランにならった新たな年金制度の導入が検討されている。米国では、401(k)プランは導入以降拡大基調にあり、総資産は 9250 億ドルに達する。その 401(k)プランでは自社株投資が行われることが少なくない。この点について、どのような規制が存在し、どのように行われているのかについてまとめてみた。

### 1. 投資対象としての自社株

#### 1) 401(k)プランの仕組み

##### (1) 401(k)プランの概要

###### ①仕組み

米国で 78 年に導入された 401(k)プランとは税制優遇措置が整備された確定拠出型退職給付制度であり、97 年末には総資産総額 9250 億ドルと導入以降順調に拡大している。Cerulli Associates 社の調べでは、401(k)プランの資産総額は 2001 年には 1 兆 5000 億円に達すると推計されている。我が国では、予め給付額の確定している確定給付型の退職給付制度はあるが、拠出金とその運用収益の合計額をもとに給付額が決定される確定拠出型の退職給付制度はない。

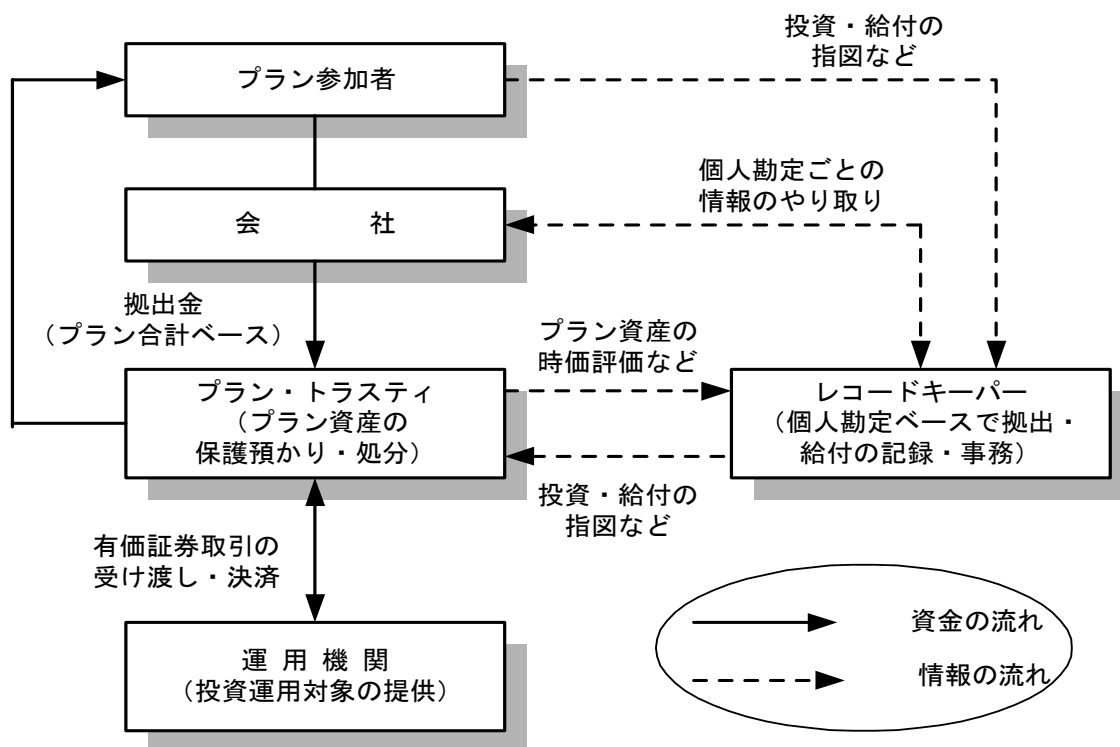
401(k)プランは、同プランの参加者である従業員が 59.5 歳までの間の拠出分・運用分の拠出時から給付の受領時までの課税繰り延べと転職の際のポータビリティという恩恵を受けられるとともに、雇用者である企業からの拠出、投資教育等により一定の投資対象の中から選択・運用することによって給付額が変動する制度である（内国歳入法（IRC）401 条(k)(2)(A)、402 条(e)(3)）。企業としては、従業員の拠出分とは別に、任意に拠出することができ、その拠出分は損金算入が認められている（IRC401 条(a)(1)項）。

###### ②401(k)プランを取り巻く関係者

401(k)プランの運営に当たっては、プラン・スポンサーであり雇用主である企業、プラン参加者である従業員のほか、401(k)プランの管理・運営をするプラン・トラスティ、プラン・トラスティからの指示により投資・運用する運用企業、運用の実績や報告書などを作成し、参加者に送付するレコードキーパーが介在する（図 1）。

401(k)プランにおける投資行為については、企業が年金委員会（pension committee）を組織し、そこで正式な投資方針が策定される。BARRA Rogers Casey/IOM Poll の98年の調査では、参加者が1万人以上の401(k)プランの64%が正式な投資方針（formal investment policy）を策定している一方、参加者が250人以下の401(k)プランでは37%と相対的に少ない。投資方針には、①401(k)プランの目標設定、②投資対象の数の決定、③投資対象の種類の設定、④投資対象の選択、⑤投資対象のモニタリング、⑥投資対象のベンチマークの設定、⑦投資対象の終了、⑧投資方針の変更、⑨投資方針の執行、⑩ルールや責任の指示、⑪プランにおける諸費用、⑫コミュニケーションのためのガイドライン/要件、⑬プラン管理のためのガイドライン/要件などが定められる。

図1 401(k)プランを取り巻く関係者



(出所) 野村総合研究所

## (2) 自社株投資に関するプランの仕組み

401(k)プランにおける投資対象は、確定金利商品、ミューチュアル・ファンド、保険商品（GIC）などである。自社株への投資については、自社株ファンドが設けられていることが多い。自社株ファンドは、自社株およびその取得・売却に係る現金が信託され、企業が管理するものであり、ミューチュアル・ファンドとは異なる。

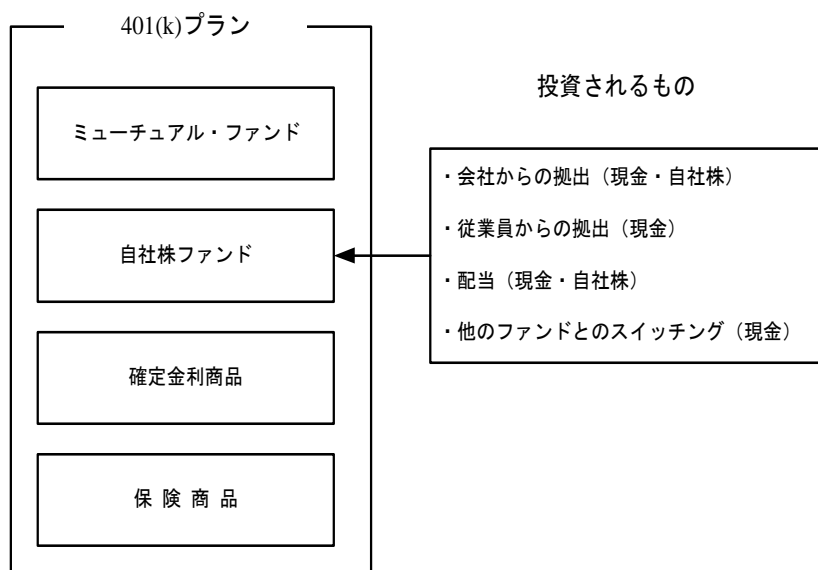
自社株ファンドでは、従業員の拠出や企業からの拠出により自社株式が保有されるほか、

401(k)プラン内の運用先の乗り換え（スイッチング）により自社株が増加・減少する。さらに自社株ファンドにある自社株に対する配当が積み立てられ、または自社株に再投資される（図 2）。プラン参加者の 401(k)における自社株の所有は、株式というよりも、自社株ファンドの持分として認識される。

ミューチュアル・ファンドは、フィデリティやヴァンガードといった運用機関が一般向けに設定しているものだが、自社株ファンドは、1 つの信託財産（トラスト）として企業自身によって（名義書換代理人等を通じて）運営されている。自社株投資に関しては、401(k)プランを取り巻く関係者の中で、企業の株式を保管・振替え等の株式事務を委託されたカストディアンおよび名義書換代理人（transfer agent）が重要な存在となっている（図 3）。企業が自社株という投資対象の出し手となるほか、議決権行使のための委任状勧誘や配当支払いの当事者となるためである。

自社株ファンドに基づくプラン参加者の議決権行使は、一般の株式投資の場合と同様に可能である。すなわち、トラスティーに議決権行使の指図をしたり、自己の委任状(proxy)を他の株主に託したりすることができる<sup>1</sup>。

図 2 401(k)プランにおける自社株ファンドへの投資例

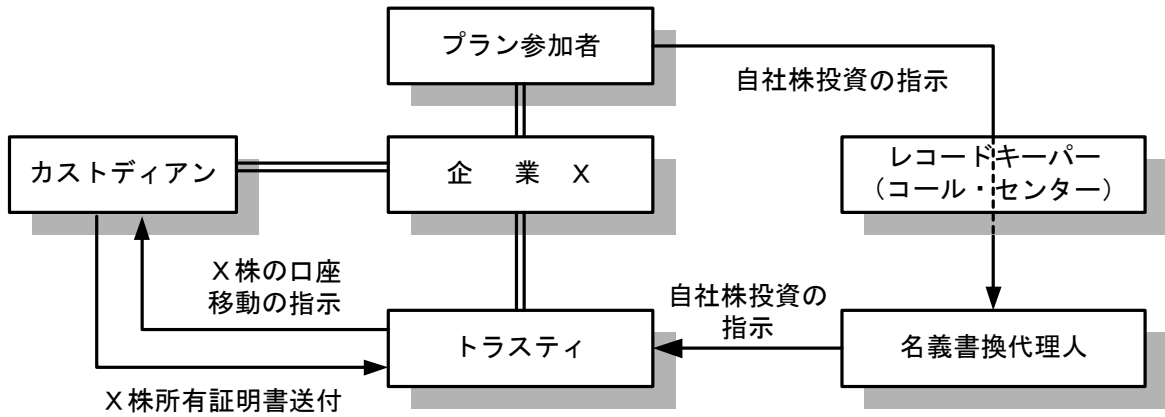


（出所）野村総合研究所

<sup>1</sup> 米国では、全米産業労働組合連盟(AFL-CIO)が、401(k)プランや ESOP などを通じた自社株投資により、株主として執行役員の報酬チェックや株主提案権の行使といったガバナンス行動をすることを奨励している (<http://www.paywatch.org>)。

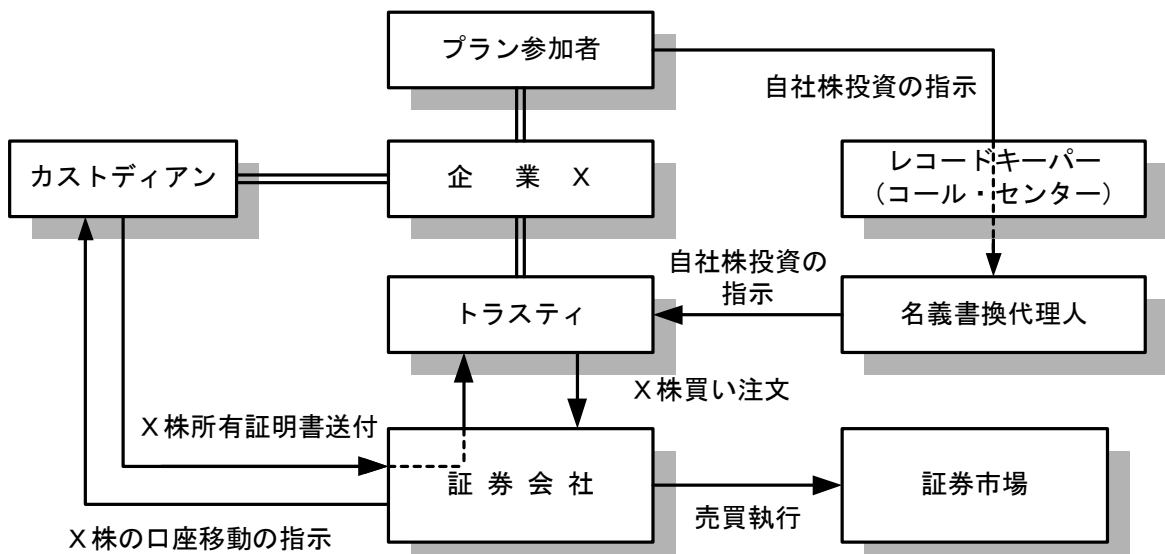
図3 自社株投資と401(k)プランを取り巻く関係者

① プラン参加者の拠出を自社株へ投資し、トラスティが企業の金庫株から取得する場合



(出所) 野村総合研究所

② プラン参加者の拠出を自社株へ投資し、トラスティが市場で買い付ける場合



(出所) 野村総合研究所

### (3) 自社株投資が可能なプラン

自社株投資が可能な従業員参加のプランとしては、401(k)プランのほかに、利益参加プラン (profit sharing plan)、ストック・ボーナス・プラン、貯蓄プラン、ESOP (employee

stock ownership plan) およびマネー・パーチャス・プランがある<sup>2</sup>(表 1)。

表 1 自社株投資が可能な確定拠出プラン

各プランの形態	内 容
401(k)プラン	税引前従業員拠出が中心。税務上は利益参加プランとして取扱い。
利益参加プラン	IRC 税制適格プラン。企業拠出は現金（各従業員給与の 15%が上限）かつ変動可能。勤続中の引出し可。
ストック・ボナース・プラン	IRC 税制適格プラン。企業拠出は株式。
貯蓄プラン	従業員拠出が中心。税引後拠出と税引前拠出（401(k)となる）がある。税務上は利益参加プランとして取扱い。
ESOP	税引後拠出、50%以上の自社株投資義務。税務上はストック・ボナース・プランかマネー・パーチャス・プランとして取扱い。企業拠出。拠出した自社株は時価相当額が損金算入可。
マネー・パーチャス・プラン	IRC 税制適格の年金プラン。企業拠出は毎年一定額。加入資格のある従業員の給与総額の 25%を上限として損金算入可。勤続中の引出し不可。

(出所) 野村総合研究所

#### (4) リスクの高い自社株投資への制度上の対応

##### ① 自社株を投資対象とする理由

企業が自己株を 401(k)プランでの投資対象とする理由は、主に、従業員の利益と企業の利益を強く結びつけるインセンティブとなること、敵対的買収を防御する友好的株主集団を拡げることができること、などである。

他方、自社株をプランの投資対象とする場合には、証券取引規制のほかに、自社株式の流通性、議決権の取扱い、株式評価など独特な問題が発生する。自社株は一般の投資対象とはかなり異なった取扱いが必要である。401(k)プランにおける自社株投資は、参加従業員の利益と企業の利益の相関関係が高く、リスクも高いため、企業はその取り決めに従って細心の注意を払わなければならない。

##### ② 401(k)プランにおける自社株投資規制の動き

ERISA に基づく退職給付プランの受託者には分散投資義務がある。確定給付型は、原則として、企業の発行する適格証券<sup>3</sup>をプラン資産の公正時価の 10%を超えて取得・保有することはできないが、税制適格個人勘定のある確定拠出型退職給付制度にはこのような投資制限は適用されない。逆に、ESOP には主として(50%超)雇用主の株式(employer stock、自社株)に投資する義務がある。

<sup>2</sup> 我が国における従業員の自社株投資としては従業員持株制度があるが、税制優遇措置がないほか、会社からの拠出金すなわち奨励金には商法上の株主平等原則や特定株主への利益供与の可能性との関係から従業員拠出の 3~5%が一般的となっており、従業員へのインセンティブは限られる。

<sup>3</sup> 適格雇用者証券とは、株式、市場性のある債券あるいは一定の公開された参加持分をいう (ERISA407 条(d)(5))。

401(k)プランの投資対象の提供に当たって、企業のプラン参加者に対する運用責任のセーフ・ハーバー・ルールである ERISA404 条(c)規則の投資要件は満たす必要がある<sup>4</sup>。自社株ファンドは、404(c)で求められる 3 つのコア資産には含まれないため、自社株ファンドを設定する場合には、それ以外に確定金利商品やミューチュアル・ファンド及び GIC (Guaranteed Investment Contract) といった最低 3 種類の投資対象を提供することになる。

上記のように、401(k)プランに比較的自由的な自社株投資を認めていたことにより、悲劇的な事件が起こっている。91年に、カリフォルニア州の Carter Hawley Hales stores 社は巨額損失を抱えて倒産した。Carter 社には 1 万人の従業員が参加する 401(k)プランがあったが、その運用資産の 50%以上が Carter 社の株式で運用されていた。Carter 社の倒産により株価は 92%下落するとともに、多くの従業員が年金と職を同時に失った。また、96年に破産申請をした Color Tile 社の 401(k)プランでは、その運用資産の 83%が Color 社の各店舗(会社資産)に投資されていたため、従業員の退職給付はほとんど消失してしまった。

これらの事件をきっかけに、カリフォルニア州選出の Boxer 上院議員の提案により、97年に納税者救済法 (Taxpayer Relief Act of 1997) が成立した。99年1月1日以降開始するプラン運営年度から、401(k)プランへの同資産の 10%を超える自社株および自社資産への従業員拠出を制限し、プラン参加者の同意と一定期間経過後、同 401(k)プラン内の他のファンドに乗り替えることを認めるよう義務づけられた(いわゆる Boxer 条項)。

## (5) 企業による自社株拠出の形態

従業員参加プランに自社株を提供する方法は、参加従業員が投資対象に自社株を選択する方法と、企業が拠出する方法の 2 つがある。企業が拠出する自己株は、新株発行と再取得したいわゆる金庫株 (treasury share) である。

企業が従業員の拠出に一定比率を合わせて拠出することをマッチング拠出という。マッチング拠出には、現金、自社株、現金と自社株というパターンがある。97年の調査では、マッチング拠出を行う企業の 21%が自社株あるいは現金と自社株という組み合わせで拠出している。

なお、企業が 401(k)プランにおける従業員拠出にマッチングさせて拠出する自社株を、ESOP を通じて充当するプランがある。このように、401(k)プランと ESOP が一体的に運営されたハイブリッド型税制適格プランを KSOP と称している。また、企業が自己株を拠出する場合は、401(k)プランの自社株ファンドにではなく、ESOP に積み立てられることもある。また、401(k)プランへの従業員拠出にマッチングさせる企業拠出を ESOP に拠出するハイブリッド型プランは MSOP (内国歳入法 401(m)と ESOP の合体型) とよばれる<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 具体的な内容は、①プラン参加者による資産運用先の指定、②少なくとも 3 種類のリスク・リターン特性の異なる運用口座の提供、③プラン参加者による四半期に一度以上の運用口座変更、④プラン参加者への運用口座に関する十分な情報提供を行うこと、である。

<sup>5</sup> 同様に、退職者医療給付のための 401(h)口座にマネーパース・プランを合わせた HSOP (同法 401(h)と ESOP の合体型) がある。

## 2) 自社株投資の導入状況

### (1) 自社株の選択状況

多くの企業の 401(k)プランにおいて自社株が投資対象とされている。コンサルティング企業の Hewitt Associates の調査によれば、自社株を 401(k)プランの選択肢に入れている割合は、調査対象 460 社のうち 95 年には 36%であったが、97 年には 52%に上昇している<sup>6</sup>。ただし、実際に自社株を毎日売買している従業員は全体の 1%に満たず、多くの従業員は拠出による投資以外に、せいぜい 1 年に 2、3 回の取引をする程度である。

### (2) プラン資産に占める自社株投資比率

97 年 11 月の会計検査院(GAO)の下院歳入委員会への報告書 “401(k) Pension Plans Extent of Plans’ Investments in Employer Securities and Real Property” によると、93 年において約 16 万の 401(k)プランのうち 2449 プラン（全体の 2%）において会社の証券及び資産が保有されており、その保有総額は 530 億ドルで、保有参加者は 530 万人にのぼっている。

また、プロフィット・シェアリング/401(k)プランに関する PSCA の第 39 回年次調査によると、自社株のプラン資産全体に占める割合は、参加者が多いほど高く、参加者が 5000 人以上のプランでは 41%になっている（表 2）。PSCA の第 39～41 回調査を概観すると、プラン参加者が 1000～4999 名の企業では徐々に増加し、同じく 5000 名以上の企業では直近で 10%以上も増加し、資産の半分近くを占めるに至っている（図 4）。

表 2 プラン資産に占める自社株比率

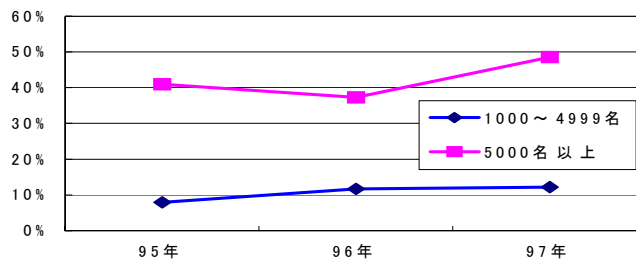
参加者数	1～49 名	50～199 名	200～999 名	1000～4999 名	5000 名以上	全平均
比率	5.2%	0.6%	5.5%	7.9%	41.0%	36.3%

(注)668 プランを対象とした 1995 年の調査。

(出所) Profit Sharing/401(k) Council of America "39<sup>th</sup> Annual Survey of Profit Sharing and 401(k)Plans"(1996)

<sup>6</sup> Hewitt Associates "401(k) Trends & Experience, 1997"

図4 プラン参加者別自社株投資比率



(出所) Profit Sharing/401(k) Council of America "39th～41st Annual Survey of Profit sharing and 401(k)Plans"(1996～1998)より野村総合研究所作成

## 2. 米国における会社法及び会計上の自己株規制

### 1) 会社法上の自己株の位置づけ

企業の多くが、ストック・オプションその他の報酬プランのために自己株を取得している。取得した自己株は金庫株 (treasury share) と呼ばれる。

自己株は、法律に基づき発行された株式を発行会社が自己名義で再取得したものである。議決権や定足数の観点からは、発行済株式総数に算入されない。自己株の取得は「株主への利益分配 (distribution)」であり、投資 (investment) ではない。会社が自己株を取得すれば、会社の資産は取得総額に当たる金額が減少し、その他の株主は減額した資産の分だけ持株比率に応じて利益が増加する。

模範事業会社法の 1984 年改正では、金庫株の概念は排除され、会社に再取得された株式は授權未発行株式として規定されている (6.31 条(a)項)。このような規定が取り入れられているのはカリフォルニア州であり、設立準拠会社の多いデラウェア州やニューヨーク州ではこの規定は盛り込まれておらず、金庫株が認められている<sup>7</sup>。

### 2) 401(k)プランにおける自社株の価額

#### (1) 自己株の取得価額

##### ①自己株の会計上の取扱い

自己株の取得は、我が国では投資取引であるが、米国会計上の基本的な考え方では実質

<sup>7</sup> ニューヨーク事業会社法では、97年に大改正が行われ、その中で自己株についても取得財源を緩和する改正が行われた。会社は、設立証書の定めに従い、剰余金から自己株を買い入れ、または償還株式を償還することができる (513 条)。この場合、会社がそのときにおいて支払不能であるか、あるいはその買い入れ、償還により支払不能となる場合はできない。

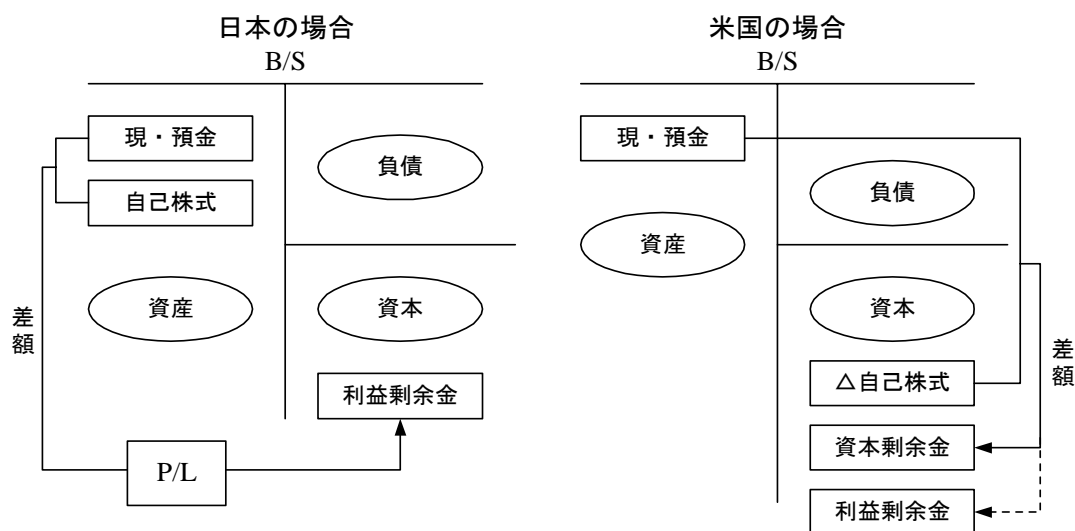


的な減資である。したがって、自己株は資本の控除項目として計上される。自己株の処理方法としては、額面法(par value method)と原価法(cost method)があるが、実務上は原価法が圧倒的に多い。

額面法は、自己株の取得・売却に際して、額面を超える部分は資本剰余金 (paid-in capital) として処理する。発行価額より高い価額で自己株を取得した場合には、発行価額と取得価額の差額は利益剰余金として計上される。原価法では、自己株を取得した原価で計上する。自己株を取得原価より高い価額で外部に再発行した場合は、その差額は資本剰余金に計上する。低い価額で外部に再発行した場合は、その差額は他の自己株から生じた資本剰余金から控除する。それでも控除できない場合は、利益剰余金から控除することになる (図5)。

このように、自己株が株式配当として株主に再発行される場合には、会社の資産及び普通株主の地位は相対的に変わらない。自己株が第三者に取得価額より高い価額で再発行される場合は、会社の資産はその差額分増加し、その他の株主の議決権は相対的に希薄化される。

図5 貸借対照表における自己株計上に関する日米比較



(出所) 野村総合研究所

## ②取得価額と取締役の責任

自己株の取得価額は、会社が市場で買い付ける場合はその時の市場価格であり、公開買付による場合は公開買付価格となる。公開買付価格は、通常公開買付開始公告の前日の終値前後になることが多い。

自己株の取得に際しては、会社法上の財源規制に違反した場合には、取締役は会社に連帯して責任を負うことになっている。そのほか、取締役の会社に対する注意義務・忠実義務

務違反の問題も生じる可能性がある。このような義務違反が裁判になっているケースは、支配権の争奪に際して防御のために行った自己株の取得により生じた損害への責任を求めたものであり、そのほとんどのケースにおいて取締役の経営判断の原則（ビジネス・ジャッジメント・ルール）により取締役の責任は否定されている<sup>8</sup>。

## （２）401(k)プランへの拠出

### ①拠出による取得価額

401(k)プランへの拠出は通常四半期に一度のペースで行われている。401(k)プランに自社株が投資される場合としては、企業が再取得した自己株あるいは新株発行をした株式を拠出する場合と、従業員が(レコード・キーピングにあるコール・センターを通じて)トラスティに委託して自社株を購入する際にトラスティが市場で買い付ける場合と企業から取得する場合がある。

それぞれの自社株式の取得価額を見ると、トラスティが市場で買い付ける場合には、その時の市場価格になることが多い。企業が再取得した自己株を拠出する場合とトラスティが企業から取得する場合は、相対取引となるため、公正を確保する観点から、いずれも、401(k)プランの制度規程(plan document)において予め定められた方法でその取得価額が算定される。

例えば、Norwest 社では、四半期後の最初の日に Norwest 社の普通株が自動的に投資される。企業から拠出される Norwest 社普通株は、四半期の最後の日にトラスティが企業あるいは市場から取得する。取得価額は、いずれから取得する場合でも、直近の毎月の最終売買日の NYSE における終値とされている。

また、American Express 社では、トラスティが自社株を市場で買い付けるか、企業が同意すれば、企業から直接取得することになっている。企業から自社株を取得する場合の取得価額は、取引された日の NYSE のコンポジット・テープにおける最高値と最安値の平均値以下とされている。

企業が拠出した自己株については、その公正時価相当額を、現金拠出の場合と同様全額損金算入できる。企業による自己株の再取得・再発行は資本取引になるため、企業が拠出した自己株自体についての損益を認識しない。税務上も、企業は自己株の売買により生じた損益を認識する必要はない。

### ②企業拠出分の自己株のプラン規程上の投資制約

企業から拠出された自己株について、法令上、他のファンドへの自由な乗り換えは禁止されていない。企業からの自己株拠出は従業員へのインセンティブであるという観点から、一定期間あるいは一定年齢に到達しなければ、他のファンドへの投資乗換えを認めない企

---

<sup>8</sup> 小林量『自己株式の取得と取締役の責任』（「企業の健全性確保と取締役の責任」）247～249頁

業は少なくない。他方、自社株は相対的にリスクの高い資産であることから、他の資産への分散投資をすみやかにすすめる企業もある。Home Depot 社では、企業拠出は自動的に自社株に投資されるが、その後はいつでも、企業拠出分の一部あるいは全部を他のファンドに乗り換えることができるとされている。

### (3) 401(k)プランからの自社株の給付

退職により、プラン参加者が 401(k)プランから給付 (distribution) を受ける場合、自社株ファンドについては、現金化して引き出すほか、自社株のまま引き出し IRA (個人退職年金) や他の税制適格プランに移すこともできる。Westinghouse 社では、自社株ファンドからの給付は、現金および自社株のいずれでも可能となっている。

給付された自社株を 401(k)プランから引き出し売却する場合、譲渡損益計算の基礎となる自社株式の取得価額は給付時の公正時価ではなく、401(k)プランにおける各参加者の取得価額となる。自社株のみ給付され、他の税制適格プランに移される場合には、給付額の 20% の連邦源泉徴収税は課されない。自社株が現金とともに給付される場合には、自社株は税制上 401(k)プランにおける各参加者の取得価額をベースに源泉徴収されるものの、この時点では譲渡損益は認識されない。

企業による自己株の取得や従業員の 401(k)プランからの給付に至るまでの自社株の評価額をまとめると、表 3 のようになる。

表 3 自社株の評価額と損益・課税の認識

時間の経過	評価額	損益の認識	課税の認識
企業による自己株取得時	取得時の公正時価	なし	なし
企業による自己株拠出時	拠出時の公正時価	なし	なし
参加者による自社株購入時	購入時の公正時価	なし	なし
参加者によるプラン内での自社株売買	売買時の公正時価	あり	なし (繰延べ)
参加者によるプランからの引き出し	プランの取得価額	あり	あり (注)
参加者による引き出し後の売買	プランの取得価額	あり	あり

(注) 59.5 歳以降引き出す場合。現金とともに引き出す場合はプランの取得価額の 20% の連邦所得税が源泉徴収されるが、その後売却した際の譲渡損益への課税計算上、控除される。

(出所) 野村総合研究所

### 3. 401(k)プランにおける自社株取引と証券法制

401(k)プランにおいて企業が自己株を抛出する場合、および従業員が自社株式を購入・売却する場合には、以下のような連邦証券諸法上の規制を受けることになる。

#### 1) ディスクロージャー規制

企業が自己株を 401(k)プランに対して提供する場合、SEC への登録が義務づけられているが、通常は適用除外になるケースが多い（1933 年証券法 2 条(1)、3-4 条）。登録要件に該当する場合には、その自己株自体が既に登録されていたものであっても、その自己株の売付として SEC の登録を受ける必要がある。この場合、簡易な登録書 Form S-8 による登録が行われる（Release 33-6188、Release 33-6281）<sup>9</sup>。Form S-8 は、一定の要件を満たして企業及びその親・子会社の従業員に限定して証券が発行される場合に使用される開示様式である。

Form S-8 が提出された場合、その効力発生後に目論見書が各プラン参加者に配布される（1933 年証券法 10 条(a)、1933 年証券法規則 428 条）。

#### 2) 401(k)プランにおけるインサイダー取引規制

##### (1) 未公表の重要事実に基づくインサイダー取引の禁止

米国におけるインサイダー取引規制は、連邦証券諸法上の定義はなく、証券取引に関する詐欺防止条項に基づいて行われる（1934 年証券取引所法 10 条及び証券取引所法規則 10b-5）。判例に基づき、一般的に未公表の重要な情報をもとに、その情報の対象となる公開企業の株式の売買をすることが違法なインサイダー取引として禁止されている。

##### ①企業が抛出等のため自己株を取得する場合

ストック・オプションに備えて、あるいは株主還元の一環として、企業の必要に応じ、自己株の取得は市場あるいは相対で随時行われている。企業による自己株の取得は、1934 年証券取引所法の禁ずる相場操縦となるおそれがあるため、同法規則 10b-18(b)で定められた条件に基づいて行う場合は適用除外となっている（いわゆる自己株取得のセーフ・ハーバー・ルール）。

SEC は、自己株の取得計画が不正な目的で行われることはほとんどなく、しばしば株主

<sup>9</sup> 33 年証券法で求められている Form S-8 における売付証券の登録開示事項は、証券登録者の名称、裁判管轄地、IRS 雇用者番号、退職給付プランの名称、退職給付プランの事務代理人の名称と所在地となっている。

や一般投資家に多くの経済的利益をもたらすことを鑑みると、不必要に重い規制は、投資家、発行体、そして市場の利益に合致しないという見解を示している<sup>1011</sup>。

#### 1934年証券取引所法規則 10b-18(b)に基づく自己株の取得方法

- ①（発注）取引の発注は1日1証券業者に対して行うこと。
- ②（時間）取引所における寄付売買と取引終了それぞれ30分以内は取得できない。
- ③（価格）取引所あるいはティッカー・テープ上のビットの独立した最高値に近い価格で成立した売買価格の高いものをとること。
- ④（数量）1日に購入できるのは過去4週間の1日平均取引高の25%までである。

#### ②企業及び従業員によるプランへの抛却やファンドの乗換え等

プランの参加者である従業員が401(k)プラン内の自社株ファンドを通して、自社株の売買(transaction)を行う場合も、一般に自社株を売買する場合と同様に、インサイダー取引規制や相場操縦規制など連邦証券諸法（および企業の倫理綱領（code of ethics））に基づかなければならない。さらに、執行役員（officer）は、1934年証券取引所法16条(a)に基づき自社株売買の報告をSECにしなければならない。つまり、401(k)プランへの役職員の投資はSECへの報告義務や規制に服することになる<sup>12</sup>。企業及び従業員の401(k)プランへの抛却については、プラン管理者によりプランの定めに従って自動的に行われるため、違法なインサイダー取引が生ずる可能性はほとんどない。

多くの企業では、トップマネジメントに関わる人々の自社株売買を四半期決算発表後の一定期間に限定している。American Express社では、売買規制期間（blackout periods）を設け、プランに対する自己株の再発行、プランにおける自社株式の市場内外での売買、投資対象の変更、給付、引き出しあるいはプランに基づく融資をストップしている。また、同社の行為規範（code of conduct）において、一般に有する自社株と同様、401(k)プラン内の自社株ファンドについても、自社及び子会社の未公表の重要事実を有している場合の取引や短期的相場変動による投機的な利得取引は禁止されている。

違法なインサイダー取引については、近年、SECの摘発が広範にかつ厳格になっているほか、当該取引によって生じた利益・免れた損失に対する懲罰的損害賠償が課せられることも多い。

#### （2）短期売買に関する適用除外

インサイダー取引規制では、未然防止の観点から、未公表の重要事実を有しやすい立場

<sup>10</sup> Securities Exchange Act Release No. 17222(Oct. 1980)

<sup>11</sup> 我が国では、インサイダー取引は一定の重要事実を有しているインサイダーの未公表時点での売買を禁止するという形式犯となっている。発行会社による自己株式の取得の決定は重要事実だが、公表しなくても会社は取得できることになっているため、発行会社が自己株式を市場でクロスにより取得する場合、クロス取引の相手方の売却はインサイダー取引規制に違反することになってしまう。

<sup>12</sup> "401(k)Hand Book" 400-14p

にある取締役・役員および主要株主（10%超の証券の実質保有者）が、未公表の重要事実を有するかどうかに関わりなく、その保有する証券に関する売買報告書（Form3,4,5）をSECに提出するとともに、6カ月間という短期間に反対売買を行って利益を得た場合には、会社に提供しなければならないこととされている（1934年証券取引所法16条(a)項、(b)項）。

SECは、従業員給付プラン(employee benefit plans)を、従業員に報酬を支払い、インセンティブを与える合理的な方法であると認識し、一定の要件を満たした同プランにおける役員及び取締役による取引について短期売買利益返還義務を免除している。1934年証券取引所法16b-3では、短期売買による利益返還に関する適用除外事由が定められている<sup>13</sup>。

適格退職給付プランについて、一定の形態の取引については、裁量取引(discretionary transactions)と呼ばれ、適用除外とされている。その場合も、プラン内の投資乗換えや貸付等の場合の自社株ファンドの精算について、その行為の6カ月以内前に反対売買が行われていないことが条件となる。短期売買による利益返還義務が免除される場合をまとめると、表4のようになる。

表4 短期売買による利益返還義務が免除される取引一覧

証券取引所法規則16(b)の「買付(purchase)」に該当しない	証券取引所法規則16(b)の「売付(distribution)」に該当しない
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業拠出を自己株とする選択</li> <li>・ 拠出金額の変更の選択</li> <li>・ 自社株ファンドへのプラン内の投資乗換え（その6カ月以内前に裁量売却をしていない場合）</li> <li>・ 再取得した自己株の企業からのマッチング拠出</li> <li>・ 再取得した自己株の企業からの任意拠出</li> <li>・ 再取得した自己株のロールオーバー拠出</li> <li>・ 再取得した自己株の貸付返済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 自社株ファンドからプラン内の投資乗換え（その6カ月以内に裁量買付をしていない場合）</li> <li>・ プラン参加者に対する貸付のための自社株ファンドの精算（その6カ月以内に裁量買付をしていない場合）</li> <li>・ 退職前に認められた自社株の引出し</li> <li>・ 経済的困窮など、退職前に認められた自社株ファンドの精算（裁量売却）（その6カ月以内に裁量買付をしていない場合）</li> <li>・ 退職後の自社株給付</li> <li>・ 退職後の現金給付のための自社株売却</li> <li>・ 401(k)／(m)テストをパスしなかった場合の拠出金是正のための自社株売却</li> <li>・ 70.5歳以降の最低要求給付のための自社株売却</li> <li>・ ESOP参加者が55歳以降10年以上の間の投資分散あるいは給付のための自社株売却</li> <li>・ QDROに基づく自社株売却</li> </ul>

(注) QDROとは、離婚等により養育費の支払いとしてプラン参加者が受け取るべき給付金を他の者へ支払われるよう命ずる裁判所の判決をいう。

(出所) Towers Perrin "The Handbook of 401(k) Plan Management"169頁より野村総合研究所作成

<sup>13</sup> 過半数の株主にプランが承認されていること（同(a)項）、プランの割当に関する事項の決定は利害関係のない者が行うこと（同(b)項）、プランにおける株式付与限度額を予め定めること（同(c)項）等が定められている。

## おわりに

政府が 98 年 3 月に発表した規制緩和推進計画では、確定拠出型年金について、公的年金制度全体の下での位置付け等を検討し、99 年度中に結論を得ることとなっている。また、99 年の公的年金改革に向けて審議を行ってきた年金審議会（厚相の諮問機関）が 98 年 10 月 9 日にまとめた意見書では、給付設計の選択肢として、労使の合意を前提に確定拠出型の給付設計の導入を認めるべきであり、そのためには税制上の措置が不可欠であるとされている。

新たな確定拠出型年金の導入については、既に様々な団体・研究機関が提言しているが、それらの中で、自民党や経団連などは、確定拠出型企業年金制度の導入と自社株投資を合わせた提言を公表している。

確定拠出型退職給付制度を導入し、その中で新たな自社株投資への道を開くため、米国における実態を踏まえつつ、制度上及び実務上の検討が望まれよう。

（橋本 基美）