

米国確定給付型企業年金への自社株拋出：

ポイントとなる受託者責任

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では、割引率の低下による年金債務の増加で、2011年に続き2012年の確定給付型年金（DB）に対する拋出が増加するのではないかと見られている。2006年の法改正を受け、金利や株価の短期的な変動により想定外の拋出を求められる事態が、以前に比べ生じやすくなっている。
2. 通常、DBへの拋出は現金で行われるが、米国では自社株が拋出される場合もある。近年の大手企業の事例を見ると、法令上の最低拋出義務はすでに満たしているが、翌年以降の拋出の前倒しとして自社株が活用されていることが見て取れる。
3. 企業はDBの受託者であり、自社株拋出は従業員退職所得保障法（ERISA）の規定を満たした上で行われる必要がある。また、拋出時の自社株の価額評価、拋出後の適切な自社株管理・処分などに関する専門性が求められ、しばしば「独立フィデューシャリー」が設置されている。
4. わが国でも自社株買いの進行による金庫株の増加が見られ、その活用策も一つの課題と認識されている。企業年金への自社株拋出は安易に行われるべきものではないが、米国のようなやり方も含めて、発想を広げ、拋出方法の選択肢の拡大を検討する余地はあるのではないかと考える。

拋出増が予想される米国企業年金

米国では、確定給付型企業年金（DB）の積立状況が悪化し、2011年に続いて2012年も多くの事業主が拋出の増加に直面するという指摘がなされ始めている¹。年金コンサルティング会社大手のマーサーによると、S&P1500銘柄企業のDB積立不足合計は2011年末に4,840億ドルで、2010年末から1,690億ドルの増加だった。積立比率は2010年末の81%から75%へと低下した。主因は市場金利の低下に伴う割引率の引き下げにより、年金

¹ 例えば Kevin Olsen, "Corporate pension plans in for more funding woes in 2012," Pensions & Investments, 1/9/2012.

債務が増加したことにあつた²。積立状況の悪化は、企業の拠出負担増につながる。マーサーによると、上記企業群は 2011 年に合計 500 億ドルの拠出を行うと表明したが、2012 年にはこれがさらに増加する可能性がある。

米国では「2006 年年金保護法」により、DB の積立基準が改正された。すなわち、積立基準を簡素化し積立不足の消却期間を短縮する（7 年に一本化）、年金資産の時価算出に際しての平準化の制限、積立比率が 80%未満のプランに対する拠出の促進、年金債務計算の割引率へのイールド・カーブの導入（順イールドの場合、高齢の加入者等が多い年金プランほど低い割引率を適用することになる）といった措置が講じられた³。

この改正により、金利や株価の短期的な変動が積立水準や必要な拠出額に与える影響が大きくなり、企業から見ると、本業や企業年金の制度内容に大きな変化が生じていなくても、予想外の拠出増が発生するような事態が生じやすくなっていると言える。

米国企業の確定給付型年金への自社株拠出

企業年金への拠出は、通常、現金により行われる。したがって、年金拠出の増加は、本業での投資に回せるキャッシュフローの減少を意味する。想定外の年金拠出が、ビジネス上の機会損失につながる可能性もある。

ただし、米国では後述する一定の要件を満たせば、現金以外の資産を年金プランに拠出することが可能で、当該資産には自社株も含まれる。2009 年には、例年よりも多くの企業が自社株による年金拠出を行っていることが報じられていた⁴。ボーイングが 15 億ドル、キャタピラーが 6.5 億ドル、3M が 6 億ドルといった具合だった。その後も、2010 年にはハネウェルが現金 6 億ドルと自社株 4 億ドルから成る合計 10 億ドルの拠出を行った。また、アルコアが 2011 年に現金 3 億ドルと自社株 6 億ドルの拠出を行うと公表し、ゼネラル・モーターズ（GM）が 2010 年 12 月の 40 億ドルの現金拠出に次いで 2011 年 1 月、22 億ドルの自社株拠出を行った。

これらの企業が自社株拠出を行った理由を見てみると、しばしば、「任意（voluntary）拠出として行った」と説明されていることに気付く。例えばキャタピラーは「2009 年に当社の米国 DB に対し 8.86 億ドルの拠出を行った。これには、金庫株として保有していた 1,820 万株（6.5 億ドル）のキャタピラー株式会社による、任意拠出も含まれた」としている（同社 2010 年アニュアル・レポート）。ハネウェルも同社のアニュアル・レポートで、上記 10 億ドルの拠出が任意拠出であると開示している。すなわち、これらの事例では、拠出が行われた年の法令上の最低拠出義務はすでに満たしているが、翌年以降の拠出の前

² “Pension Deficits Widen for Second Straight Year,” Mercer press release, 1/4/2012. 同様な指摘を、ミリマン（John W. Ehrhardt and Paul C. Morgan, “Milliman analysis: 2011 historic low interest rates drive corporate pensions to record funded status deficit of \$464 billion,” Milliman, January 2012）、BNY メロン・アセットマネジメント（BNY Mellon Pension Summary, Dec. 2011）も行っている。

³ 2008 年と 2010 年に、グローバル金融危機後の厳しい環境に鑑みて、時限的な猶予措置が講じられている。

⁴ Timothy Inklebarger, “Billions contributed to boost funding level,” *Pensions & Investments*, Nov. 2, 2009.

倒しとして自社株が活用されていることが見て取れる。金庫株の抛却、新規発行といった方法が採られる。足元の自社株の評価が割安と考えられる場合、DB にとって必ずしも不利益にならないという発想である。

直近では、2012年1月9日、自動車部品大手（従業員数2.7万人）のピステオンが自社株145.3万株（約7,000万ドル相当）を、同社の2つのDBに抛却した。2011年12月27日に実施された現金による1,510万ドルの抛却に次ぐ動きだった。ピステオンは2009年5月に連邦倒産法11章の適用を申請し、2010年8月に再建計画の承認を得ている⁵。同社のプレスリリースによると、現金は2013年の年金抛却を前倒しに行うものであり、自社株抛却は同社のDBの積立状況を強化することを目的とした。

受託者責任上の課題と対策

自社株による年金抛却は、様々な形で加入者よりも企業の利益が優先される利益相反の可能性を伴う。米国の従業員退職所得保障法（ERISA）は、事業主を含む受託者（フィデューシャリー）に対し厳格な受託者責任を課すことで知られるが、米国で自社株抛却を行う企業等の受託者は、いかにしてERISAの受託者責任規定を遵守しているのだろうか。

1. ERISAの受託者責任規定⁶

ERISAは受託者に対し、加入者の利益のみに忠実に行動すること、慎重（ブルーデント）な行動を取ることなどを求める。受託者責任規定の一つにERISA406条の「禁止取引規定」がある⁷。すなわち、受託者を含む利害関係者と年金プランとの取引を原則として禁止し、利益相反の発生を防止しようとするものである。

まず、企業が抛却する自社株は、ERISA407条の「適格自社証券」の規定を満たさなければならない。適格自社証券とは、年金プラン加入者の雇用主、又は当該雇用主の関係会社が発行する有価証券で、年金プランによる取得直後に、年金プランの保有自社株数が発行済み株式総数の25%を超えてはならず、発行済み株式総数の50%以上が発行者から独立の者により保有されていなければならない。

企業の自社株抛却は、企業から年金プランへの自社株の売却と見なされ、ERISAの禁止取引に該当する。したがって、企業がDBへの自社株抛却を行うには、ERISA408条の定める禁止取引規定適用除外に該当する必要がある。具体的には、以下の要件を満たさなければならない。

⁵ 一般に、母体企業が経営破綻すると、積立不足のDBは年金給付保証公社（PBGC）に移管され、公的な給付保証が発動される。しかし近年、企業の倒産後も、DBをPBGCの管理下に入れずに継続する事例が増えており、ピステオンもその中に含まれた。

⁶ Charles R. Smith, Julie Williams and Marcia C. Kelson, “Contributions of Company Stock to Defined Benefit Plans: A Potential Solution to Funding Requirements in a Turbulent Economy,” *Benefits Law Journal*, Autumn 2009を参照した。

⁷ 正確には、内国歳入法（IRC）の規制にも服する必要があるが、基本的には同様な内容であり、本稿では簡単のためERISAのみに言及する。

- ・ 適格自社証券の取得価額は適正 (adequate consideration) でなければならない。上場企業の自社株であれば、時価が参照される。非上場企業の場合は、プランの受託者が誠実に (in good faith) 価額を定める必要がある。
- ・ 適格自社証券の取得に当たり、コミッションが課せられてはならない。
- ・ 年金プランによる取得直後に自社株の価額が年金資産総額の 10% を超えてはならない。

年金プランが自社株拠出を受け入れるかどうかの判断は、受託者が下すべきものである。また、拠出を受けた後、年金プランが当該自社株を保有し続けるかどうかの判断も、受託者としての行為であり、母体企業の都合が介在するようなことがあってはならない。自社株拠出は、上記のような法令上の規定を遵守の上で行われる必要がある。中でも、適正な取得価額の設定に際しては、流動性制約に伴うディスカウントを求めるかどうかといった事項について決定を下す必要がある。ある程度の規模の自社株拠出の場合、年金プランとしても、市場インパクトなどを考えると一気に売却するのは困難と予想され、結果的に流動性制約が生じうるからである。

このように、自社株拠出に関する受託者には高度な独立性と専門性が求められるという事情に鑑みて、自社株拠出を行う多くの企業が、「独立フィデューシャリー」を設置している。ここで言う独立フィデューシャリーとは、母体企業とは完全に独立で、DB、401(k)プランといった年金プランによる自社株保有等（拠出の受入、保有、売却）に係る受託者としての判断及びその実施を手掛ける主体のことである。年金プランの自社株保有等は、インサイダー取引など証券諸法の規制にも対応する必要があり、独立フィデューシャリーの設置はその観点からも有用である。

先述のボーイング、キャタピラー、3M、ハネウェル、ピステオンのいずれも、独立フィデューシャリーを雇っている。例えば 3M の 2009 年アニュアル・レポートによると、同社の拠出した自社株は 2009 年中に全て、独立フィデューシャリーの判断により売却されたとのことである。

2. 独立フィデューシャリーのサービス

独立フィデューシャリーのサービスは、自社株をめぐる ERISA の規定に熟知すると同時に、自社株評価などの専門性も備える必要があり、ステート・ストリート、エバコア・トラスト、フィデューシャリー・カウンセラーズ、インディペンデント・フィデューシャリー・サービスの 4 社による寡占であると言われている⁸。

4 社の概要は図表 1 の通りである。エバコア・トラストを例にとると、同社は企業の DB への自社株拠出について、当該拠出が年金プランの利益に資するかどうかの判断を下すために雇われ、自社株の価額の適切性等について検討する。自社株拠出の実施が決まると、当該自社株の管理及び処分に関する最終的な責任者となり、自社株の処分の際には、

⁸ Barry Burr, "Demand grows for company stock fiduciaries," *Pensions & Investments*, May 4, 2009.

図表 1 独立フィデューシャリーのサービス提供者

会社名	概要
State Street	<ul style="list-style-type: none"> SSgAのOffice of the Fiduciary Advisorが、年金基金、寄付基金、財団向けにフィデューシャリー・アドバイザー、CIOアウトソーシングなどを提供。
Evercore Trust	<ul style="list-style-type: none"> 従業員給付プラン向けに独立フィデューシャリー、トラスティなどのサービスを提供。 1987年にUSトラストのSpecial Fiduciary Servicesとして設立。2009年にエバコア・パートナーズがエバコア・トラストを設立し、バンク・オブ・アメリカ(USトラストの親会社)からSFSビジネスを買収。
Fiduciary Counselors	<ul style="list-style-type: none"> 従業員給付プラン向けに、自社株、裁判の和解、アドミニ、禁止取引対応サービスなどを提供。 独立フィデューシャリー・サービス専業。従業員所有。
Independent Fiduciary Services	<ul style="list-style-type: none"> 投資コンサルティングと独立フィデューシャリー・サービスを提供。 1987年にベア・スターンズ・フィデューシャリー・サービスズとして設立。1996年に独立。

(出所) 各社ウェブサイト資料等より野村資本市場研究所作成

ブロック取引、売り出し、私募市場での取引など幅広い選択肢を検討する。同社はまた、企業が米労働省から禁止取引適用除外を取得するのを支援する。

なお、本稿では取り上げないが、米国 401(k)プランでは、自社株による事業主拠出（マッチング拠出）や投資の選択肢として自社株ファンドが普及している。また、従業員自社株保有プラン（ESOP）は、法令上は確定拠出型年金の一種である。401(k)プランやESOPにおける自社株投資も、独立フィデューシャリーのサービスに含まれる。

おわりに

DB への自社株拠出に関する米国の事例からは、しばしば足元の拠出義務への対応ではなく、将来の拠出の前倒しという形で行われていること、受託者責任に鑑みた取引の適切性（適正な取得価額の設定等の問題も含む）を確保するために独立フィデューシャリーの設置といった措置が取られていることが見て取れる。

翻って、わが国でも近年、自社株買いの進行による金庫株の増加が見られ、これをいかに活用できるかというテーマも浮上している。野村証券によると、2011年9月末時点で、自社が筆頭株主という上場企業が全上場企業（3,587社）中264社、大株主10位以内という企業が1,735社と過去最高を記録した⁹。

日本の確定給付企業年金法には、掛金を金銭ではなく上場株式で納付することを、様々な制約下ではあるが容認する規定がある（確定給付企業年金法56条2項）。具体的には、年金規約に株式による掛金納付が可能な旨定められていること、補足掛金（標準掛金では不足の場合の掛金）であること、株式の価額は時価であること、納付される株式とすでに

⁹ 西山賢吾「自社（自社株口）が筆頭株主の企業は過去最多 自社株買い実施企業数に伸び悩みの傾向も」（野村証券、2011年12月15日）

DB で運用されている株式の価額の合計が DB 資産総額の 5%を超えないこと、納付される株式数とすでに DB で運用されている株式数の合計が発行済み株式総数の 5%を超えないこと、といった要件を満たす必要がある。この上場株式から自社株を排除する規定はない。

言うまでもなく、自社株拠出は企業年金法制や会計基準などに照らして適正でなければならず、安易に実施されるべきものではない。しかし、米国の事例のように、独立フィデューシャリーの監視を伴い、将来の拠出の前倒しで行うならばどうだろうか。仮に全ての企業が利用可能でないとしても、拠出方法の選択肢は多い方が望ましい。発想を広げて、どのような制度面での手当が必要かなど、年金拠出における自社株の活用について検討する余地があるのではないかと考える。