

研究ノート

## 従業員持株会制度と新たな日本版ESOP

竹 澤 康 子

1. はじめに
  2. 従業員持株会制度の概要
  3. 家計の資産形成と従業員持株会制度
  4. アメリカのESOP
  5. 日本版ESOP導入の経緯と制度の概要
  6. 日本版ESOP導入のメリット
  7. 日本版ESOPの問題点（自社株の受け皿としての存在）
  8. 終わりに
- 参考文献

### 1. はじめに

我が国の従業員持株会制度は、1960年代後半に安定株主層を育成する目的で取り入れられたものである。1964年のOECD加盟に伴う資本取引の自由化で外国資本が流入したため、日本企業を買収から守るために企業同士の株式持ち合いとともに導入された。その後次第に普及が進み、現在では上場会社の約9割で実施されている。

ほとんどの企業では拠出金に応じて5%または10%の奨励金が支給されており、従業員の福利厚生策と財産形成に資するという面が強調されている。しかし、勤務先企業に持株会制度があっても実際に加入する割合は2003年の51%をピークとして年々低下しており、直近では40%を下回っている。1990年代半ば以降、超低金利政策が継続している中であって奨励金が支給されるのにもかかわらず、現在6割以上が加入していないということは、従業員にとってさほど魅力的な制度ではないのかもしれない。

企業側にとってのメリットを考えると、当初からの株主安定策だけにとどまらず、バブル崩壊以降は敵対的買収防衛策のひとつとしても重要な役割を果たしてきた。株式持ち合いが縮小していく中で、長期的・安定的に保有する持株会の存在意義は大きい。さらに2001年の商法改正以降、ROE向上のために市場から吸収した自己株式（金庫株）の受け皿としての期待が高まってきている。そ

の場合、従前の持株制度はすでに飽和状態にあることから、新しい制度である日本版ESOPを導入する企業が増加している。

このように従業員持株会制度は、上場企業とそこで働く従業員にとって長年存在する制度であり、特に新しく導入された日本版ESOPに関しては、弁護士などの実務者と企業法学者たちによる研究が盛んである。しかし、我が国における経済学的アプローチに基づく研究の蓄積は諸外国と比較して格段に乏しく、特に日本企業のデータを用いた実証研究は筆者の知る限り大湾・加藤・宮島 [2016]<sup>1)</sup>のみである。

ここで実証研究に関しては、計量分析に耐えうるような個票の公表データそのものが存在せず、厚い壁となっている。筆者は今後、大湾・加藤・宮島 [2016] のような大規模非公表データを用いなくても、従業員持株会制度を計量分析することができないかを考えている。そこで本研究ノートは、その前段として、制度の歴史的経緯と公表データによる簡単な現状分析を行い、何が問題になっているのか、課題は何かを探ることを目的とする。従前の従業員持株会制度と新しい日本版ESOPのメリットとデメリットを企業側・従業員側の双方から考察していきたい。

## 2. 従業員持株会制度の概要

### 2-1 従業員持株会とは何か

まず、従業員持株会とは「従業員が自社の株式の取得を目的として設立した任意組合」である。従業員持株会制度とは、一般に「会社とその従業員に特別の便宜を与え、自社株を長期にわたって継続的に買付け保有させることを経営方針として採用し、これを推進する制度」であると定義されている。

前節で示したように、当初外国資本による日本企業の買収に対する防衛策として安定株主層を形成するため、当時の大蔵省外資審議会の専門委員会によって従業員による自社株式の保有策が提唱されたものである。その後運用上の整備が進み、1968年に現行の従業員持株会が確立した<sup>2)</sup>。

従業員持株会の主な目的は、「従業員の財産形成を促進すること、会社の利益との共同意識を高めることにより従業員の勤労意欲を向上させて生産性を増進させること、会社に対して長期的なコ

---

1) 大湾・加藤・宮島 [2016] では、東京証券取引所が25年間にわたって収集してきた「従業員持株会状況調査」のデータを利用している（具体的には大和証券、野村證券、みずほ証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券からデータ提供を受けたもの）。しかし、一般の研究者が本データにアクセスすることは極めて難しいと思われる。

2) 制度発足第1号は中部飼料株式会社であった。

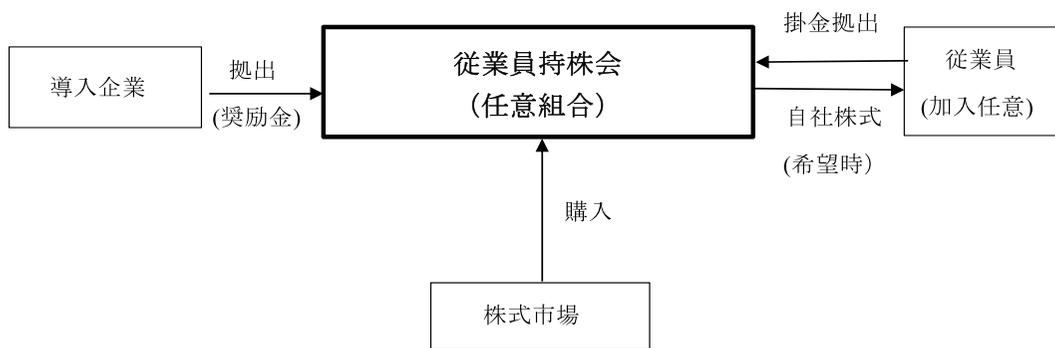
ミットメントを持つ従業員株主を育成すること<sup>3)</sup>」である。

なお持株会という範疇には、取引先などが参加する「取引先持株会」（1973年スタート）、従業員持株会に参加できない役員を対象とした「役員持株会」（1977年スタート）、「子会社やグループ企業など非上場の関係会社の従業員を対象とする「拡大従業員持株会（ひとつの形態としてグループ従業員持株会）」（1981年スタート）も含まれるが、本稿では主たる制度である「従業員持株会」のみを対象とする。

従業員持株会の基本的な仕組みは、

- ① 設立された従業員持株会に対して、参加を希望する従業員は、毎月の掛金（上限額ありの企業が多い）を設定する。
  - ② 各従業員がそれぞれ毎月の給与から天引きにより掛金を従業員持株会に拋出し、会社側は拋出額に対して一定割合の奨励金（5%もしくは10%の企業が多いが、奨励金ゼロの企業もある）を支払う。
  - ③ 従業員持株会は、拋出金と奨励金の合計金額分で、株式市場から時価で自社株式を購入する。
  - ④ 従業員は、自分の持ち分の自社株式数が一定の売買単位相当株数以上に達すれば、希望するときに売買単位相当株数以上整数倍の自社株式を従業員持株会から自由に引き出すことができ、引き出した株は、自由に処分（換金）することができる。
  - ⑤ 従業員持株会からの退会は自由にできるが、一般的に一度退会すると再入会はできない。
- 以上の仕組みを簡単に示したものが図1である。

図1 我が国従業員持株会（従来型）の概念図



(出典) 渡部 [2009], p.16

3) 太田 [2011] p.8による。

## 2-2 従業員持株会制度を有する企業数・導入比率

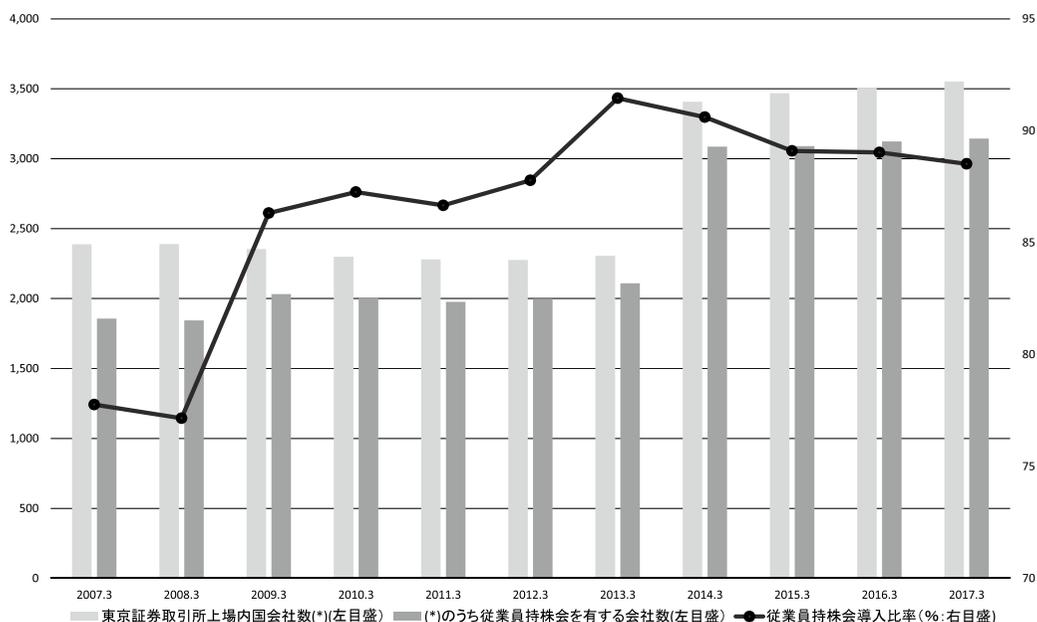
東京証券取引所が1989年度から毎年実施している「従業員持株会状況調査」の結果によれば、2017年3月末現在の東京証券取引所上場内国会社3,552社のうち、従業員持株会制度を有している企業（大和証券、SMBC日興証券、野村證券、みずほ証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の5社のいずれかと事務委託契約を締結している企業）は3,144社あり、実施率は88.5%である。

これをデータが入手できた2007年3月末から2017年3月末までの時系列でみると（図2参照）、2013年3月末までは増加傾向が続き91.5%となったが、その後は微減傾向が続いている。なお、2013年3月末データと2014年4月末データとの間に大きな乖離が見られるのは、2013年7月に東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合したことによる。

なお同調査は、持株会社の株式保有金額が、調査対象会社の上場時価総額に対してどの程度の割合を占めているのかも調査している。それによると、2017年3月末における持株会株式保有比率は市場価格ベースでわずかに1.00%となっている。28年間の時系列で見ても、保有比率は1%前後でほとんど変動はない。

ただし道野 [2014] によれば、東証による上記調査は、上場企業のうち上記の5社と事務委託契約を締結している企業のみを対象にした調査結果であり、他の中小証券会社や信託銀行等の受注す

図2 従業員持株制度を有する企業数と導入比率（東京証券取引所）



(出典) 東京証券取引所「従業員持株会状況調査結果の概要」各年版より作成

る従業員持株会制度もあるという。道野 [2014] が独自に行ったアンケート調査では、持株制度を実施している上場企業は96.0%に及ぶという。

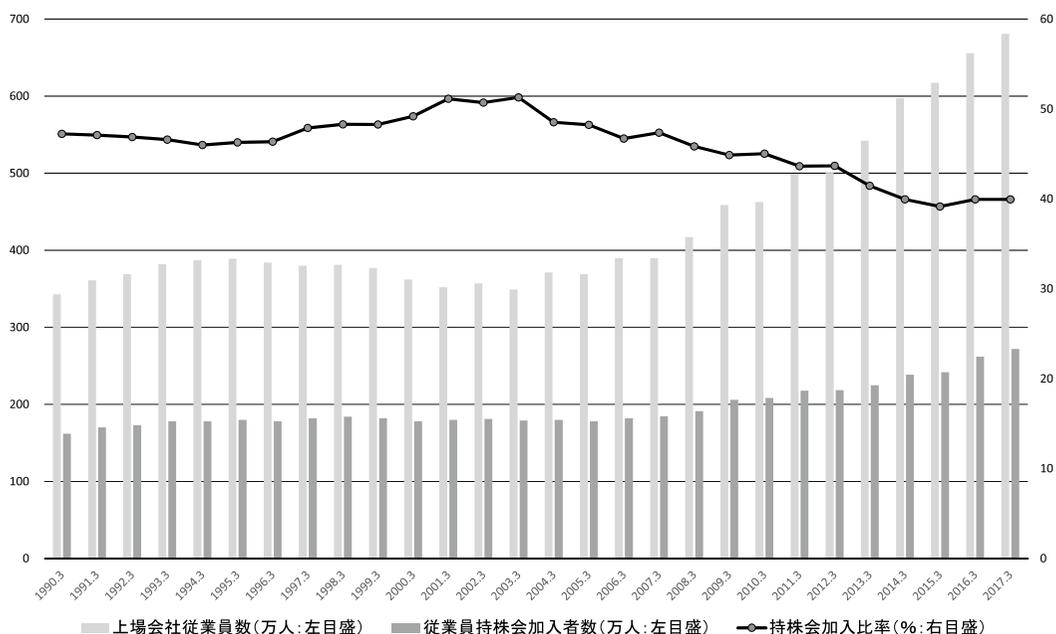
### 2-3 持株会に加入している従業員数と加入比率

次に、上場会社に勤務している従業員のうち、どのくらいの割合が従業員持株会に加入しているのかを見ていく。

加入者比率データが入手できた1990年3月期から2017年3月期までの推移をみると(図3参照)、1990年代半ばまでは46%前後で安定的に推移していたが、90年代後半には僅かずつ上昇していき、2001年3月期には初めて加入比率が50%を超えた<sup>4)</sup>。その後、2003年3月期の51.3%をピークに次第に下降し、2014年3月期には40%台の大台を割ることとなった。それ以降2017年3月期現在まで40%台を回復することはなく、39%台で推移している。

これを加入者数の実数で見ると、1990年代から2000年代半ばまでは170万人~180万人程度と安定的に推移していたが、2000年代後半から増加が目立ち始め、リーマンショック後の2009年3月

図3 従業員持株会加入者数・加入比率の推移



(出典) 太田 [2011] 及び東京証券取引所「従業員持株会状況調査結果の概要」各年版より作成

4) ただし、この時期の加入比率の上昇は、従業員持株会加入者の増加によるものではなく、分母となる上場会社従業員数の大幅な減少が原因である。

期には200万人を超えた。2017年3月末では272万人にまで増加しているものの、これを上回って加入比率の分母となる上場会社従業員数が大幅に増加しているため（2003年3月期349万人→2017年3月期681万人）、比率が低下しているのである。

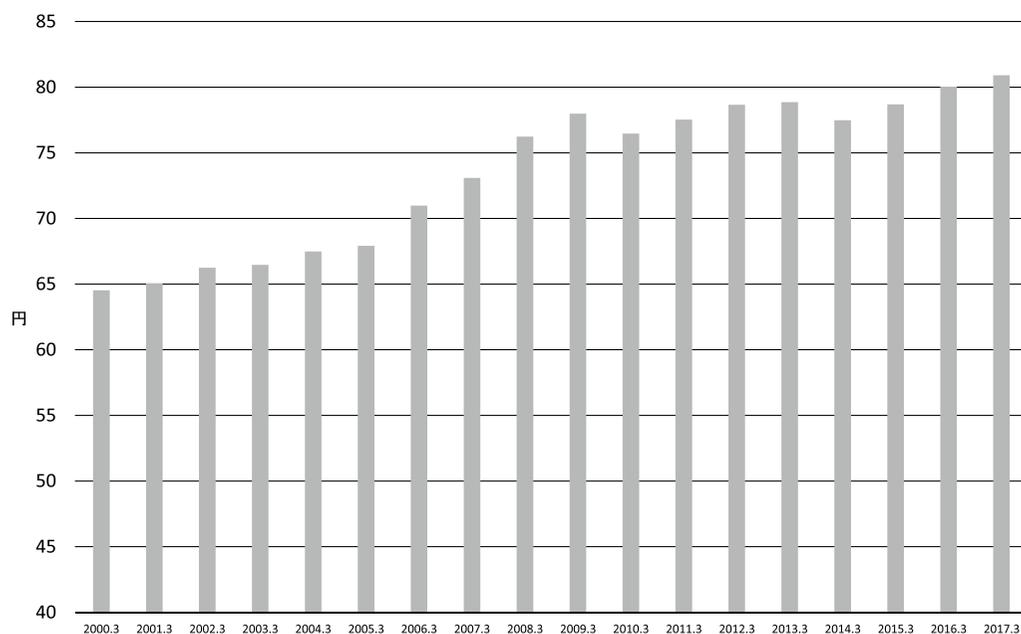
## 2-4 奨励金制度

通常、従業員に対する福利厚生制度の一環として、持株会の会員に対して奨励金という形で株式の取得資金が会社側から支給されている。この奨励金によって持株会への加入を促進しようというものである。奨励金支給の実施率を見ると、1990年3月期には93.9%であったが、直近の2017年3月期では96.6%にまで増加している。なお支給された奨励金は、従業員各個人の給与所得として課税扱いとなる。

奨励金は、買付手数料や事務委託手数料に対する補助を除き、拠出金1,000円に対する支給金額と定義されている。奨励金支給会社における平均支給金額の推移をみたものが図4である。多少の変動はあるものの、2000年代半ば以降は上昇トレンドにあり、直近では80.9円（従業員にとっては、利率8.09%と同じ感覚）となっている。

奨励金額の分布を見ると、40円以上60円未満を支給している企業が最も多く、その中には奨励金

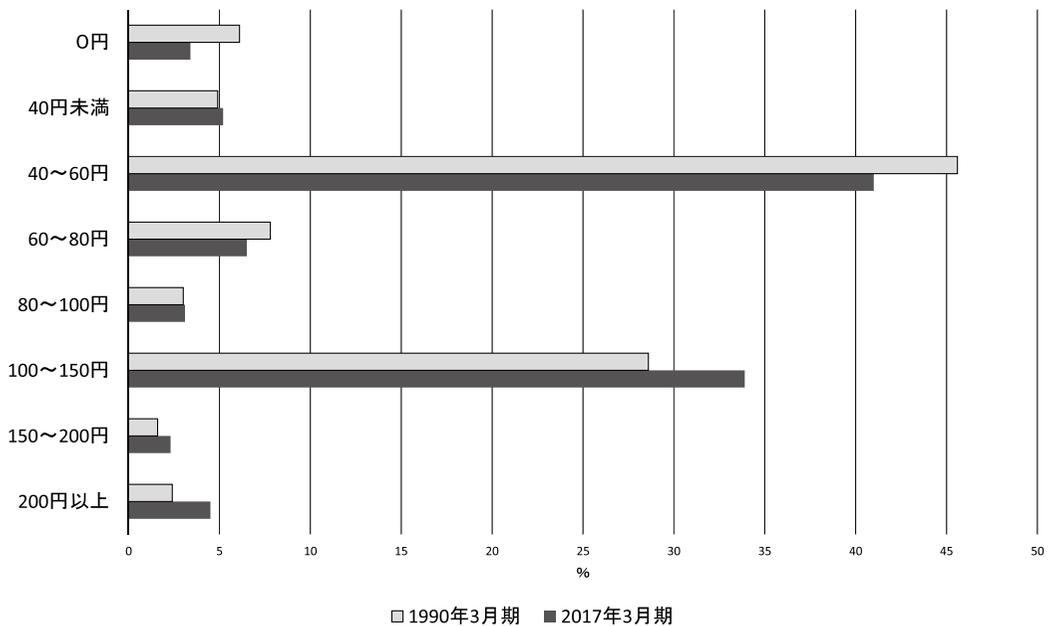
図4 奨励金支給金額平均の推移（支給会社ベース）



(出典) 東京証券取引所「従業員持株会状況調査結果の概要」各年版より作成

額50円というのが大半を占めている。次に多いのが100円以上150円未満であり、そのレンジの大半は100円支給である。図5によって、支給額分布を1990年3月期と2017年3月期を比較してみると、40円～60円（50円支給）が最も多く、次いで100円～150円（100円支給）という順位は変わらないが、近年では50円支給の割合が減少し、100円支給の割合が増加しているのが分かる。また、従業員の士気を高めることを目的として、拠出金に対して100%の奨励金を支給する企業も現れてきている<sup>5)</sup>。

図5 奨励金支給額分布の推移



(出典) 図4と同じ

### 3. 家計の資産形成と従業員持株会制度

#### 3-1 資産形成手段としての従業員持株会制度

我が国家計の金融資産残高は2017年9月末現在で1,845兆円にも達している。内訳を見ると現金・預金が最も多く943兆円で全体の51.1%を占めている。これに対してリスク性資産の保有状況を見ると、株価の上昇で評価額が膨らんだことにより、家計保有の株式は前年比22.1%増の198兆円、

5) トヨタ自動車(株)は管理職が自社株を購入する際の50%補助(=100%奨励金の付与)を2000年から実施している(太田[2001] p.67)。また、新聞報道によるとサイボウズ(株)は持株会加入者全員に対して100%奨励金の付与を2005年から実施している。

投資信託は同16.3%増の104兆円となった。株高により大幅な増加となったものの、金融資産残高全体に占める割合は株式が10.7%、投資信託が5.7%と、欧米各国に比べてリスク性資産の保有率が極度に低くなっている。

家計がリスク性資産を嫌う理由については、我が国の金融システムが戦前戦後の長きに渡って間接金融の圧倒的優位であったこと、金融リテラシー教育がほとんどなされていないため国民が投資に対する知識を持っていないことが指摘されてきた。バブル崩壊後、不良債権問題によって銀行部門が機能不全に陥り、株価の低迷が続いたことから、政府は1990年代半ば以降家計に対して「貯蓄から投資へ」と呼びかけ続けてきている。しかし、単に呼びかけるだけではリスク性資産を保有するインセンティブとはならないため、政府は種々の税制優遇制度を設けて、家計のリスク性資産増加を誘導しようとしている。

家計がリスク性資産を運用するに当たって、税制上の優遇措置を受けられる制度を具体的にみると、NISA（少額投資非課税制度）やiDeCo（個人型確定拠出年金）がこれに該当する。確定拠出型年金制度は、公的年金制度の上乗せ部分の新たな選択肢として、これまでの確定「給付型」ではなく「拠出額」が確定している（＝運用成績により給付額は変動するため不確定）年金として2001年に制度が開始されたものである。掛金が全額所得控除という大きな優遇措置がとられているにもかかわらず加入条件が厳しかったため、広く普及してこなかった。しかし、2017年にiDeCoの愛称で、対象者がほぼすべての国民に拡大されたことから、加入者が急速に拡大している<sup>6)</sup>。

iDeCoは老後資金確保を目的とする制度なので60歳以降でないとい引き出しできないが、長期投資というリスク性資産の最も基本的な投資効果が発揮できる。掛け金が所得税・住民税から控除できる上に、運用益も全額非課税なので、今後iDeCo加入者数や一人あたり投資金額はますます増加していくと考えられる。

一方、NISAは2014年から制度運用が開始された。投資金額に対する所得税・住民税控除はないが、運用益は全額非課税となる。しかし、利用者がシニア層に偏っていることが問題となったため、2018年から積立投資のみ年間40万円まで20年間非課税という若者世代向けの少額・長期・積立投資が新たにスタートすることとなった。

これらと比較して、従業員持株会に対する優遇措置はとられているのだろうか。第2章4節で見たとおり奨励金は支給されているが、給与所得として課税されるので、各人の税率を上回っていないと優遇されていることにならない。また配当金もNISAやiDeCoとは異なり課税対象となる。このように、従業員持株会制度は税制面から見ると、優遇制度が適用されている他の資産形成手段と比

---

6) 国民年金基金連合会が発表しているデータによると、個人型確定拠出年金の加入者数は、2016年12月末時点では30.6万人であったものが、最新の2017年11月末では71.2万人と、加入者は2.3倍に増加している。

表1 家計部門（現役世代）の資産形成に資する現行制度

	（どちらか一方を選択）		（企業型があるとiDeCo加入は不可）		従業員持株会
	一般NISA	つみたてNISA	iDeCo（個人型確定拠出年金）	企業型確定拠出年金	
対象者	20歳以上(注)	20歳以上	原則20～59歳	従業員	従業員
資金の拠出者	本人	本人	本人	企業（事業主）	本人＋企業（奨励金分）
上限額	年間120万円（累計600万円）	年間40万円（累計800万円）	公務員14.4万円、会社員14.4～27.6万円、専業主婦27.6万円、自営業者81.6万円	年間33万円または66万円	1回につき100万円未満
税制措置	運用益が全額5年間非課税	運用益が全額20年間非課税	掛金は「全額所得控除」、運用時非課税、受給時優遇	運用時非課税、受給時も優遇	奨励金は会員の給与として課税、配当金は各個人に対する配当所得として課税
運用対象	株式・投信など	金融庁承認の投信（積立投信のみ）	預貯金・投信など	預貯金・投信など	自社の株式
引き出し時期	自由	自由	原則60歳以降	原則60歳以降	自由

(注) 子供の大学進学費用などを作る目的で19歳以下を対象に年間80万円を上限とする「ジュニアNISA」があり、非課税期間・運用対象は同じだが、口座名義人が年度末に18歳になる年の1月1日以降でないと引き出しできない。

(出典) 日本経済新聞(2017.11.18)、日本証券業界 [2008]などを参考にして作成

較して、かなり劣っていると言わざるを得ない（表1参照）。

次に投資に当たってのコストを見てみると、従業員持株会制度は購入手数料や口座管理料などは一切かからない。これに対して、一般NISAの口座維持手数料は各金融機関の競争が激しいため無料のところが多く、取引委託手数料については約定代金により無料から数千円程度となっている。つみたてNISAは、金融庁が予め選別基準を定めており、購入手数料が原則無料で運用コストも一定以下の公募株式投信のみが投資対象となっている。iDeCoについては、口座管理費が年間2,000～7,000円程度、委託手数料は0.2～1.4%と取引金融機関によってかなりのばらつきが見られる。運用コストの面では従業員持株会制度が最も有利と言えるが、奨励金と運用コストとで税制優遇措置の圧倒的不利を補えるかどうか、それぞれの従業員がよく計算する必要がある。

なお、従業員持株会制度やつみたてNISAなど定額で積み立てる場合、株価が低いときには多くの株を購入し、株価が高いときには少ない株を購入するという「ドル・コスト平均法」を採る。そのため、購入単価の平準化効果が働き、毎回同じ株数を購入する場合と比較してコストを下げることができる。長期・定額の積み立ては、リスク資産による資産形成にとって有力な手法である。

以上により、家計の資産形成にとってどの制度を利用するのが望ましいかを考えると、「すべて

の制度に資金を分散して投資する。分散割合は年齢やライフステージに応じて決定する」というのが正解であろう。分散投資が投資の基本である。特に従業員持株会制度に資産を集中するのは後述する所得リスクの観点からも危険である。NISAについては、特につみたてNISAは若年層向けに設計されているので、若いうちは少額資金をつみたてNISAで増やし、中高年になったら一般NISAを利用するのが望ましい。

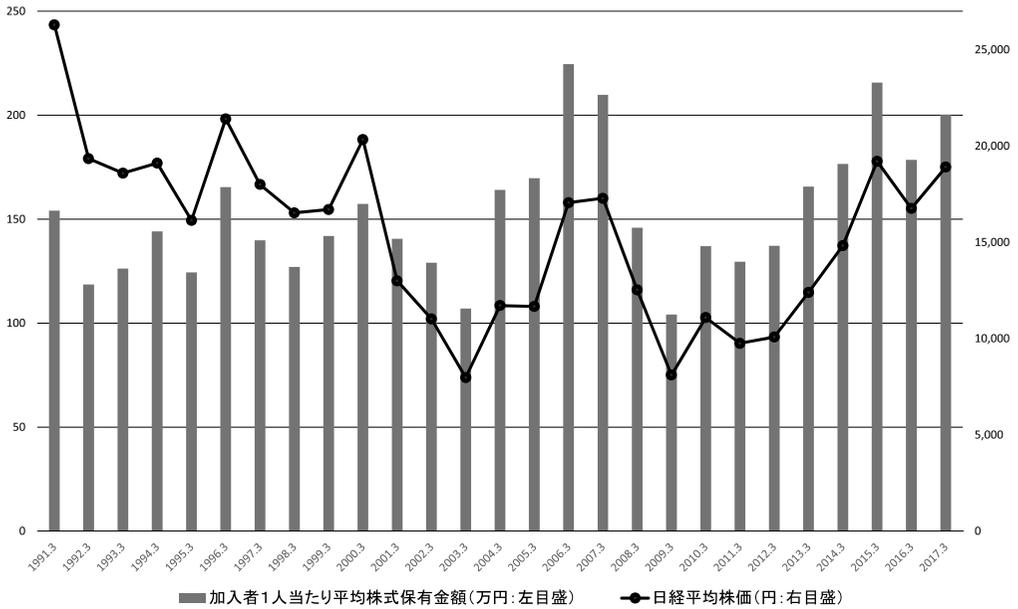
### 3-2 投資の基本（長期・分散投資）と従業員持株会制度

金融リテラシーの教科書が教えるとおおり、リスク性資産運用の基本は「長期運用」と「分散投資」である。このうち分散投資については、従業員持株会制度は自社株式にのみ投資する制度であるから、「卵をすべてひとつのかごに入れてはいけない」という基本原則を無視せざるを得ない。

次に、長期運用についてはどうか検討していく。まずここで、持株会加入者一人あたりの平均保有金額及び加入者比率と日経平均株価との関係のみておく。図6は加入者一人あたりの平均保有金額と日経平均株価を図示したものである。表2によって両者の相関を見ると、全期間では0.3772と緩い順相関であるが、2000年代以降は0.8234、リーマンショック以降は0.9727と、近年は正の相関が強くなっていることが確認できる。図7は、持株会加入者比率と日経平均株価を見たものである。表2によって両者の相関を見ると、全期間では-0.1003とほぼ無相関であるが、2000年代以降でみると、-0.3402と緩い逆相関になっている。さらにリーマンショック以降は-0.9161とほぼ逆相関になっているのが注目される。

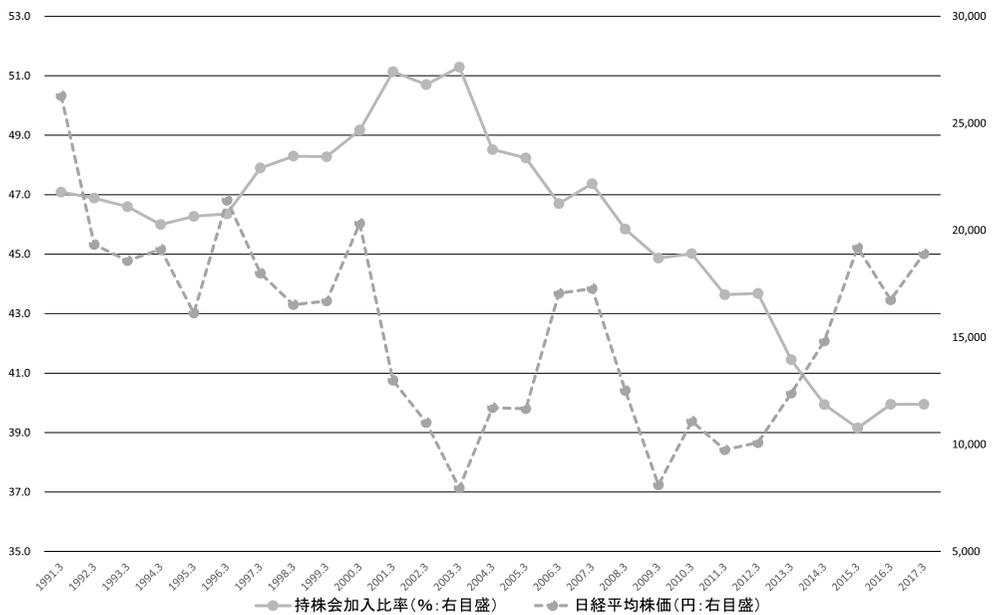
前述の通り従業員持株会制度は、当初から安定株主層の形成のために制度設計されており、長期運用が基本となっている。毎月一定額の積立金を給与天引きされ、自社株を購入する。しかし退会は自由であるため、単位株数の整数倍に達していれば売却することが可能である。そのため、大湾・加藤・宮島 [2016] でも指摘されているとおおり、株価が低迷しているときには退会できずに積立を行い、株価が上昇すれば売却や減額を行う行動がとられていると考えられる。特にリーマンショック以降はほぼ逆相関であるから、加入者は短期の値上がり益に着目しており、長期運用の視点はなないと判断できよう。このことは、企業側から見ても、従業員持株会が長期に保有する安定株主としての役割を十分には期待できないことを示している。

図6 従業員持株会加入者1人当たりの平均保有金額と日経平均株価



(出典) 東京証券取引所「従業員持株会状況調査結果の概要」各年版及びYahoo ファイナンスデータより作成

図7 従業員持株会加入者比率と日経平均株価



(出典) 図6と同じ

表2 1人当たり平均保有金額・加入者比率と日経平均株価との相関係数(1991.3~2017.3)

	平均保有金額と 日経平均株価	加入者比率と 日経平均株価
全期間	0.377	-0.100
2000年代~	0.823	-0.340
リーマンショック以降	0.973	-0.916

#### 4. アメリカのESOP

これまで考察してきた我が国の従業員持株会は、アメリカやヨーロッパで広く実施されているEmployee Stock Ownership Plan (ESOP)とは制度上大きな相違がある。両者とも「従業員が勤務先の企業の株主になる制度」というところは同じであるが、欧米のESOPは、

- ・持株会ではなく、SPV（信託などのピークル）が資金管理をするため、金融機関からの借入も可能である。
- ・従業員が投資資金を拠出するのではなく、会社が報酬の一部として従業員に自社株式を付与する。
- ・退職時に給付される福利厚生プランである。
- ・加入や退会が任意ではなく、従業員全員（または会社が定めた従業員）が強制参加する。
- ・自社株式に投資する確定拠出年金制度のひとつとして、税制上の優遇措置がある。

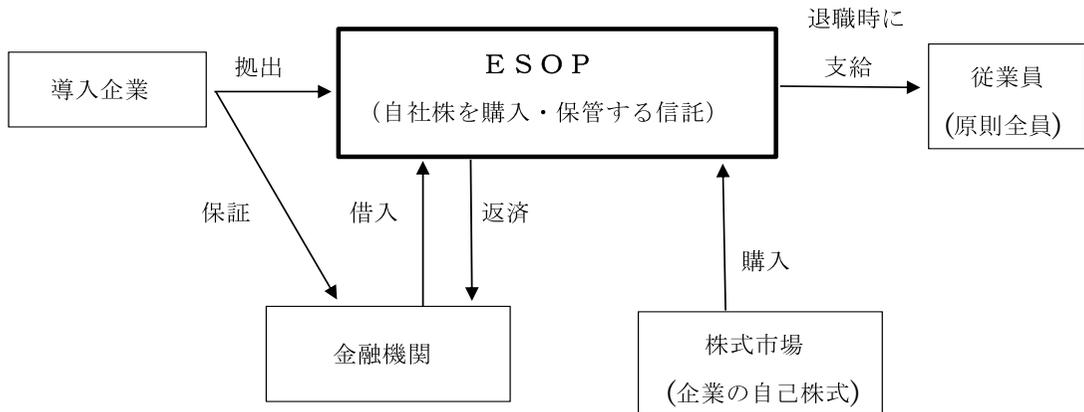
など、大きく異なっている。また、アメリカにはESOPとは別にEmployee Stock Purchase Plan(ESPP)という制度があり、我が国従業員持株会制度と似通っている。しかし、従業員持株会制度では民法上の組合である「持株会」が株を購入し保有するのに対して、ESPPでは自社株を（割引価格で）自分名義で購入する。

近年、我が国では自社株消化と従業員に対するインセンティブの付与を主たる目的として、このアメリカのESOPを手本とした新しい日本版ESOPを導入する企業が増加している。そこで、まず本家アメリカのESOPはどのような仕組みなのかを見ておくこととする。図8は概念を簡単に示したものである。

この図から明らかのように、

- ① 各企業はすべての従業員のために自社株を購入する他益信託（ESOPとしてのピークル）を設定する。
- ② ESOPに対して、株式購入に必要な資金を拠出する。資金が不足する場合は、金融機関から借入によって資金調達し、ESOPが返済不能となった場合の保証をする。
- ③ 従業員に付与するために必要な将来分も含めた自社株式を、株式市場から市場価格で購入する。もしくは金庫株を同様に購入する。

図8 アメリカのESOPの仕組み



(出典) 渡部 [2009], p.7

④ ESOPは購入した自社株式を、信託財産として管理する。

⑤ 従業員が退職する際に、各人の持ち分に相当する自社株式を、退職金の一部として当人に付与する。

という建て付けになっている。つまり、アメリカのESOPは「原則すべての従業員を対象」とし、「退職時に自社株行きを支給」するための仕組みである。税制適格とするには、年齢が59.5歳以上でなければならないという制約がある。

ESOPの根拠法は、1974年制定のERISA法（Employee Retirement Income Security Act：従業員退職所得保障法）である。ERISA法は、年金受給者の権利保護を多面的に規定している法律であり、具体的な施策として考案された仕組みがESOPであった。経営戦略上の要素として、渡部 [2009] は以下の5点を指摘している<sup>7)</sup>。

- (1) 従業員の退職給付金制度をより充実させる
- (2) 労働分配率を高めてステークホルダーとしての従業員の利益を高める
- (3) 退職金の金額を業績（株価）に連動させることでインセンティブを高める
- (4) 従業員が企業統治（コーポレートガバナンス）に参画する
- (5) 企業価値を損ねるような敵対的なM&Aに対しては反対株主となる

このように、アメリカのESOPは経営者側にも従業員側にもメリットがあり、さらに税制上の優遇措置も双方に設けてあったことから広く普及することとなった。大湾・加藤・宮島 [2016] によれば、全米従業員持株研究センターの調査で、ESOP導入企業は2013年時点で約6,800社、参加者は約1,400万人に達しているとのことである。

7) 渡部 [2009] pp.9-12参照のこと。

## 5. 日本版ESOP導入の経緯と制度の概要

### 5-1 日本版ESOP導入の経緯

第3章で見たとおり、我が国の従業員持株会制度は上場企業の大多数において導入されており、すでに飽和状態にあると言われている。また、会社の従業員に対する福利厚生の一環としてとらえられることが多く、さらに持株会への加入・退会は任意であるため、出資額の大きさや変動が株式市場全体の問題として取り上げられることはほとんどなかった。

しかし、バブル崩壊以降の株価の低迷の打開策や株式相互持ち合いの解消に伴う受け皿として、従業員全員を対象として多くの自社株を保有することが可能となる制度に、経済界が注目し始めた。2001年、経済同友会はアメリカ流のESOPを我が国でも導入することを提唱した。そこでは株式持ち合い解消への対処だけでなく、日本企業の活性化戦略としての日本版ESOP創設を訴え、さらには国民が労働と資本の両方から所得と富を得る必要があるとした。

経済界からの要請は、国民・従業員のためでもあるといいながら、本質は株価対策そのものであったため、導入の議論が盛り上がることはなかった。さらにこの時期、経済界がESOPよりも確定拠出型年金制度（日本版401k）の導入・整備を優先させたため、議論はいったん下火になった。また2004年に、我が国におけるESOP的な制度の最初の事例として「全従業員を対象としたESOP型退職金制度の導入」を三洋電機が発表した。しかし、アメリカのような税制上の優遇措置がなく、三洋電機の業績も不振だったことから、制度の広がりを見ることはなかった。

ところが2001年に商法が改正され、自社株買いが幅広く認められることとなった。そのため、2000年代半ば以降には各企業において自社株買いが盛んに行われるようになり、かなりの金庫株が蓄積されることとなった。この金庫株の処分先としてESOPが有力な受け皿になるのではないかと、という議論が活発化することになった。さらに、株主と従業員の利害を一致させる長期的なインセンティブ・プランとして、従業員の意欲を高める手段としても注目されるようになってきた。そのため証券会社や信託銀行などの各金融機関も、ESOP商品を次々に開発・発売し、取引先企業に強力で売り込ようになった。

この動きを受けて2007年には経済産業省に「新たな自社株保有スキーム検討会」が設置され、法制面（会社法上および労働関連法上）、会計制度面、税制面での検討がなされた。2008年10月には政府・与党がまとめた「生活対策」に「成長力強化対策」の具体的施策として「日本版ESOP（従業員株式所有制度）導入促進のための条件整備」が掲げられ、環境整備の出発点となった。同年11月には上記「新たな自社株保有スキーム検討会」報告書が公表され、さらに2009年には「新たな株式保有スキーム（日本版ESOP）に関する内閣府令」が施行され、日本版ESOPが本格的にスタートすることとなった。

## 5-2 日本版ESOP制度の概要

各金融機関が競って商品開発を行い、他社商品との差別化を図ったこともあり、アメリカのESOPは第4章でみたようにERISA法という根拠法に基づく統一された制度であるのに対し、我が国では「従業員が最終的に自社株式を取得する金融商品」であればすべて日本版ESOPと呼ばれることとなってしまった。

日本版ESOPの類型を整理したものが表3である。ピークルとして信託を利用するか一般社団法人を利用するか、及び従前の従業員持株会発展型なのかアメリカのように退職給付型なのか、で5つのパターンに類別される。このうち、現在我が国では⑤は導入されていない。我が国におけるESOP第1号と呼ばれているのは2007年4月に三井住友銀行が開発し、ネクシィーズが導入した従業員持株会発展型・一般社団法人型のスキームであるシンセティックESOP（パターン②）であるが、同年8月に野村証券と野村信託銀行が共同開発し、広島ガスが導入した「従業員持株会発展型・信託型ESOP（パターン①）」（E-Ship：信託型従業員持株インセンティブ・プラン）のスキームが、その後の形態の主流となった。そのため法制面・会計面での整備も、この従業員持株会発展型・信託型ESOPを中心に進められてきた。

表3 日本版ESOPの類型

	従業員持株会発展型	株式給付型
ピークルとして信託を利用	①従業員持株会発展型・信託型ESOP（E-Shipなど）	③退職給付型ESOP ④在職給付型ESOP
ピークルとして一般社団法人を利用	②従業員持株会発展型・一般社団法人型ESOP（シンセティックESOP）	⑤ —

（出典）著者作成

しかし2013年以降の株高を背景として、従業員の働く意欲を高めるために自社株を報奨として与える「株式給付型・信託型ESOP（パターン③および④）」を導入する企業が増加してきている。つまり、会社の業績や各従業員の勤務成績、勤続年数などに応じて従業員にポイントを付与し、達成度合いに応じて自社株を退職時（もしくは在職中）に付与する。対象を管理職に限定している企業も多いが、一般社員に対する報奨制度を設ける企業も出てきた<sup>8)</sup>。さらに、最近では人材確保や人手不足解消のために非正規社員やパート・アルバイトにも自社株報酬制度を導入する動きが広まってきている<sup>9)</sup>。

8) カルビー（株）では、2015年3月期から業績が目標に達した場合、貢献度の多い従業員に対して給与・賞与と別に自社株を付与する制度を開始した（2015年3月20日付日本経済新聞）。

9) 第一生命ホールディングスは、2018年春から自社株報酬制度を正社員だけでなく、非正規社員も対象に導入することを発表した（2017年11月23日付日本経済新聞）。また、ロイヤルホールディングスやリンガーハツ

現在、日本版ESOPの導入企業が何社あるのかの公式データはないが、(株) 税務研究会発行の週刊『経営財務』No.3235 (2015.11) によれば、上場企業の2015年3月末決算有価証券報告書を調査した結果、日本版ESOP導入社数と件数は171社、179件であった(前年度から、それぞれ23社、24件増加)。制度設計(スキーム)は179件中「従業員持株会型」が114件(約6割)を占めている。また、2015年3月20日付け日本経済新聞によれば、従業員持株会型と株式給付型合計の導入企業は320社強となっている。ただしこの数値は期間終了に伴う再導入も含んだ累計である。また同紙の2016年7月31日付によれば株式給付型に限った場合の導入件数は約150件となっている。

以上、従前の従業員持株会制度、アメリカのESOP、新しい日本版ESOP制度を比較対照したものが表4である。

表4 日米従業員持株制度の比較

	日本の従業員持株会	アメリカのESOP	日本版ESOP (持株会発展型)	日本版ESOP (株式給付型)
拠出	加入者個人+ 企業の奨励金	企業	加入者個人+ 企業の奨励金	企業
加入	任意	原則全従業員	任意	導入した企業が定め る従業員
退会	任意	基本的に不可	任意	基本的に不可
保有者	民法上の組合	信託などのSPV	信託などのSPV	信託などのSPV
株式取得 方法	事前計画に従い市場 から定期的に取得	企業や市場からSPV 設定時に一括取得ま たは機動的にSPVの 判断で市場で取得	企業や市場からSPV 設定時に一括取得ま たは機動的にSPVの 判断で市場で取得	企業や市場からSPV 設定時に一括取得ま たは機動的にSPVの 判断で市場で取得
取得資金	加入者個人+企業 (奨励金分)	企業や金融機関借入 り	加入者個人+企業 (奨励金分)ただし、 SPVへの資金は企業 や金融機関	企業や金融機関借入 り
取得資金の 借入	不可	可能	可能	可能
引き出し	自由	59.5歳まで 引き出し不可	自由	退職時 (在職時の企業もあり)

(資料) 太田(2011)、日本経済新聞(2011.1.25)などを参考に著者作成

## 6. 日本版ESOP導入のメリット

第5章で示したように、日本版ESOPには持株会発展型と株式給付型の2つがある。両者とも、従来の従業員持株会制度とは違い、信託などのSPV(ピークル)が一括取得(もしくは株価動向に応じて機動的に取得)し、信託期間が終了するまで保有するというのが共通点であり、大きな特徴

トなど多くの飲食業では人手不足対応のため正社員に対する自社株報奨制度を設けているが、サイゼリヤでは、2017年8月よりパート・アルバイトを含む全従業員に対する株式給付信託型ESOPを導入した(2017年9月26日付日本経済新聞)。

である。しかし、一方の持株会発展型ESOPは従業員の「投資」であり、もう一方の株式給付型は「給付（企業から得る報酬）」、つまりアメリカのESOPと同様に従業員は株式取得コストを負担しない。この2つは日本版ESOPと一括りにして呼ぶにはあまりにかけ離れたスキームであり、この混乱が日本版ESOP制度への一般的理解、さらには導入促進を妨げている要因のひとつとなっていないだろうか。こうした新しい日本版ESOPについて本章では制度導入のメリットを見ていき、次章では問題点を明らかにする。

### 6-1 従業員に対するインセンティブの付与

企業業績を向上させ、企業価値を向上させるためには、優秀な人材を獲得・確保し、採用した従業員のやる気（勤労意欲）を喚起することが重要である。そのための「インセンティブ・プラン」としての役割がESOPに期待されている。持株会発展型の場合には従来の持株会制度と基本的に変化はないが、株式給付型の場合、拠出金なしに自社株式保有者となり、勤務先企業の成長が各従業員の利潤につながる構図がよりはっきりするため、仕事へのモチベーションを引き出すことができる。このように新しいESOPは、従業員の金銭的利益と株主の利益との連動性を高めるだけでなく、従業員の貢献に報い、従業員の企業へ帰属意識の高揚や経営参画意識の向上につながると思われる。

これまでの金銭的インセンティブ・プランとしては、特に上級管理職に対するストックオプションが広く行われてきた。しかし、株価が行使価格を下回ってしまうと意味がなくなってしまうため、企業業績が常に右肩上がりでない、ストックオプションの効果は薄い。さらに2006年の改正会社法により費用計上が義務づけられたこともあり、導入企業は減少している。その点、高成長でなくても、ある程度の持続的成長が見込める企業であれば、ESOPによって一定のインセンティブ効果を期待すること可能となる。また、日本版ESOPは、事務手続き・税務手続き上も他の株式報酬制度と比較して簡便なことから、インセンティブ・プランとして採用する企業が増加している。

### 6-2 従業員によるコーポレートガバナンスの強化

従業員が当該企業の株主になることで経営者に対するモニタリング機能が強化され、さらに長期的視野に立った経営の実現が促される、ということが指摘されている。

新しいESOPでは、導入企業が費用を拠出してSPV（ビークル）を組成し、必要な場合は金融機関から融資を受けて株式取得のための資金を調達する。この際、企業がビークルの借入債務を保証する。スキーム終了時において、ビークルが借入債務を完済できないときには、導入企業が保証債務を履行することになっている。この仕組みにおいて、ビークルが保有する議決権については、パ

ス・スルー方式<sup>10)</sup>が一般的である。パス・スルー方式においては、(ピークルから購入して)現に保有している株式のみならず、将来取得することが予定されているのみで未だ取得していない株式についても獲得することになる<sup>11)</sup>。

つまり、従前の従業員持株会型と比較してより多くの議決権が与えられることとなる。これにより、議決権において、経営者の資質や経営の中長期的な課題に精通している従業員の意思を、より反映した内容によって行使される可能性が高くなる。その結果、コーポレートガバナンスの強化が促されると考えられる。

「コーポレートガバナンス・コード(企業統治指針)」は、2015年6月から適用が開始されている。これは、すべての上場企業が遵守すべき項目を金融庁の有識者会議が取りまとめ、日本取引所グループが発表したものである。コードは基本原則5、原則30、補充原則38計73の原則からなり、「遵守せよ、そうでなければ説明せよ(Comply or Explain)」が義務づけられ、これら原則を実施しない場合には、その理由を企業統治報告書に明記しなければならない。

このコーポレートガバナンス・コードの「原則4-2」においては「経営陣の報酬については、中長期的な会社の行政気は潜在的リスクを反映させ、健全な企業者精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」とされている。これを受けて、「補充原則4-2①」では「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」と明記されている。

コードの策定によって、各上場企業は自社株付与による業績向上努力を促されることとなったため、特に管理職クラスに対する日本版ESOPの導入が相次ぐこととなった。機関投資家や一般株主と同じ目線を持つようになるため、企業経営に対する緊張感も高まると言われている。

### 6-3 持株会による株式取得コストの軽減(従業員持株会発展型の場合)<sup>12)</sup>

従来型の従業員持株会において、株式の買い付けはインサイダー取引規制を免れるために、毎月一定の日に機械的に行われなければならなかった。そのため、持株会による買い付けが当該企業の株価の定期的な変動要因になり、それを見越した売買が投資家によって行われた。その結果、買い付け指定日には株価が上昇し、持株会による取得コストがかさみがちであった。さらに株式の流動性が低い企業の場合、予定した株数の買い付けを行うことができなくなるなどの問題点が指摘され

---

10) ピークルが保有する議決権について、従業員持株会における会員の議決権行使状況を反映するように行使するという方法。

11) 東 [2011], p.130による。

12) 本節の記述は、太田 [2011] pp.243-245などによる。

ていた。

しかし新しいESOPでは、導入企業の保証のもとピークルが株式をまとめて取得し、それが一定の信託期間をかけて時価で持株会に譲渡されていく仕組みになっている。この場合、売買は「市場内立会外取引」によって行われるので、マーケットインパクト（自分自身の取引による株価変動）が生じることなく、株式取得コストを軽減することができる。また、株式の流動性が低い企業であっても、予定した株数の買い付けを行うことが可能となる。

また、時価で持株会に対して譲渡されるため、その都度ピークルには差損益が生じる。信託終了時に損益が確定するが、株価の値上がりで差益が生じた場合には、受益者の利益とされる。逆に株価が値下がりした場合には、企業側が保証契約の履行として弁済するので、受益者が株価下落のリスクを負わない仕組みになっている<sup>13)</sup>。

## 7. 日本版ESOPの問題点（自社株の受け皿としての存在）

### 7-1 自社株の受け皿としての日本版ESOP

第6章で見たように、日本版ESOPは自社の株価や業績に対する従業員の意識を変革させ、コーポレートガバナンスの強化につながるという議論が行われている。制度設計は、従業員の福利厚生の一環として財産形成に資する「従業員のための制度」としてなされている。しかし、その背後には、自社株の安定的な受け皿としての役割、株主安定工作、敵対的買収防衛策など経営者側の真の目的が存在することを否定できない。日本版ESOPは、制度運用の如何によっては会社側のみの利益でしかない恐れがある。

日本版ESOPは、従来の持株会（民法上の組合）とは異なり信託形式であるために、金融機関からの借入が可能である。第5章で言及したとおり、2001年の商法改正以降、自社株買いが広範に認められることとなり、大量の金庫株が発生した。金庫株を長期に保有することは将来の放出懸念を引き起こす事由となり、売却を急ぐと需給に影響を与えるため、自己株式保有比率が高い企業は、その処分方法を検討する必要がある。そこで、ピークルが金融機関から資金を借り入れて自社株を時価で購入し、その後時間をかけて安定的に消化していく日本版ESOPは、金庫株の受け皿として企業にとっては大変便利なシステムであると言えよう。

さらに第6章2節で説明したパス・スルー方式を採用した場合、従業員側がより多くの議決権を有することになるため、従業員の利益を損なうようなグリーンメーラーなどによる敵対的買収に対抗する株主としての役割が期待できる。ただし、この制度が持株会の独立性が十分に確保されてい

13) 株価の下落が大きい場合、信託終了年の企業決算に影響を及ぼすこととなる。

ない企業において安定株主確保のみを目的として導入された場合、株主によるモニタリング機能はかえって大きく損なわれることになる。当該企業からの資金援助を受けた組織が、経営者からどの程度独立して議決権行使を行うことができるのかは、制度設計上の大きな問題点である。

また、信託代理人には当該企業の総務部長や人事部長が就任することが多く、彼らは経営側の意向に沿った行動を取ると推測される。そのため、経営者が自己保身のために敵対的買収に反対するような事例では、ESOPはあるべきガバナンスを歪める要因ともなり得る。

## 7-2 従業員の所得リスクの高まり

日本版ESOP導入に向けての経済同友会の提言では「労働と資本の双方から従業員が所得と富を得るべきこと」とされ、経済産業省報告書でも、「企業の競争力の源泉となる従業員の利益と会社や株主の利益の連動性が高まることによる企業経営の効率性向上」ということが示されている。会社の成長が従業員の利潤に直接つながるメリットは大きい。しかし企業業績が悪化した場合や株式市況そのものが低迷している時には、毎月の給与や賞与に加えてESOPの配当まで減少し、各従業員の資産形成計画に大きく響いてしまうこととなる。

第3章2節で説明したとおり、従業員持株会やESOPは自社株にしか投資できないので、運用の基本である「分散投資」を行うことができず、その意味でリスク管理としては賢明ではない。その上に、労働の対価を得る場所（勤務先企業）と、リスク資産投資の場を同一にしてしまうと、大きな所得リスクを抱えることとなり、資産形成の方法としては非常に愚かなやり方と言わなければならない。

これはアメリカのESOPそのものが抱えている問題点であるが、それ故に、このデメリットを補うに十分な税制上の優遇が与えられているのである。日本の場合、税制上の優遇はなく、奨励金も課税分を補填するほどは支給されていない。近年、労働分配率の低下が指摘されてきており、大湾・加藤・宮島 [2016] の研究によれば、生産性向上の利益の8割近くは企業が享受しているという。さらに持株会の経済的便益が経営者に十分に理解されていない可能性があり、奨励金を引き上げて持株会保有比率を引き上げる施策をとるべきと主張している。

上場企業であれば、キャピタル・ゲインもキャピタル・ロスも明確に発生しうる。株価が低迷した場合、配当によるインカムゲインでそのロスを補填できない限り、賃金の補完も福利厚生も機能しない。これを防止するため、従業員（家計）はリスク性資産の運用にあたって、iDeCoやNISAなど優遇税制措置が取られている他の資産形成手段とESOPをうまく組み合わせて長期・分散・積立投資を計画する必要がある。

しかし第5章で見たように、2013年以降の株高を背景として従業員の働く意欲を高めるために自社株を報奨として与える「株式給付型・信託型ESOP」を導入する企業が急増している。対象を管理職や正規職員に限定している企業も多いが、最近では人材確保や人手不足解消のために非正規

社員やパート・アルバイトにも自社株報酬制度を導入する動きが広まってきている。今後、株価上昇局面が続く間は株式給付型ESOPが拡大していくものと考えられるが、将来的には下落局面でどのように対応するか、企業側・従業員側双方が検討しておく必要がある。

## 8. 終わりに

今回の考察によって明らかになったことは、主に以下の点である。

- ◎我が国の従業員持株会制度は上場企業の約9割が採用しているが、加入比率は4割弱であり、株式市場全体に占める持株比率も1%と極めて低いため、これまであまり経済分析の対象となつてこなかった。計量分析に必要な個票データも、公表されているものはない。
- ◎従業員持株会制度には奨励金制度があるものの課税対象であり、税制優遇制度の面ではNISAやiDeCoの方がはるかに優れた制度である。ただし投資コストはゼロなので、家計の資産形成を設計する上では、iDeCo・NISA・従業員持株会制度に対して年齢やライフステージに応じて分散して投資することが望ましい。
- ◎従業員持株会制度は加入・退会が自由であるために、特にリーマンショック以降、加入者（家計）は株価が上昇すると退会・減額するという近視眼的な投資活動を行っており、長期の資産形成にとって有効な投資手段とはなっていない。
- ◎日本版ESOPはアメリカの制度を手本として導入されたものであり、従前の従業員持株会制度と異なりSPV（ピークル）を設定して自社株を取得・保有するというのが特徴である。しかし持株会発展型（従業員の投資）と株式給付型（従業員への報奨）というかけ離れた2つのスキームを一括りにして呼ぶため、制度への一般的理解を妨げていると思われる。
- ◎日本版ESOPは自社の株価や業績に対する従業員の意識を変革させるインセンティブ・プランとしての役割が大きく、従業員によるコーポレートガバナンスの強化につながるとされている。また持株会発展型ESOPの場合、株式取得コストも軽減できる。
- ◎日本版ESOPは、制度設計上は従業員のためであるとされているものの、本質的な目的は自社株の受け皿であり、株主安定工作や買収防衛策など会社側の利益のみが追求される恐れがある。
- ◎家計が労働の対価を得る場所とリスク資産投資の場を同一にしまうと、大きな所得リスクを抱えることとなり、資産形成の方法としては賢明ではない。現在は、そのリスクを補うだけの税制措置や奨励金支給はなされていないので、家計は所得リスク分散のためにも優遇税制措置のあるiDeCoやNISAと組み合わせることが必要である。
- ◎2013年以降の株価の上昇を受けて株式給付型ESOPを導入する企業が増加しており、今後、人口減少に伴う労働力不足・人材不足を解消する有効な手段として、自社株報酬制度が正社員だけでなく非正規雇用者にも適用が拡大される可能性が高い。

以上、従前の従業員持株会制度と新しい日本版ESOPの現状と問題点について整理した。第1章で示したように、今後は公表データで詳細な実証分析を行うことができないか、さらに検討を重ねていきたい。

#### 参考文献・資料

- 石田眞 [2013], 「[日本版ESOP]における議決権行使の問題点－信託スキームを中心として－」, 西南学院大学『The Seinan Law Review』Vol.45, No.3・4, pp.201-240
- 内府博信 [2013], 「日本版ESOPにおける会社法上の問題点に関する一考察(1)」, 琉球大学『琉大法学』第90号, pp.225-245
- 太田洋監修・西村あさひ法律事務所・野村證券ライフプランサービス部署 [2011], 『新しい持株会社設立・運営の実務－日本版ESOPの登場を踏まえて』, 商事法務
- 大湾秀雄・加藤隆夫・宮島英昭 [2016], 「従業員持株会が生産性、賃金、および企業業績に与える影響」, JPXワーキングペーパー Vol.12, 日本取引所グループ
- 新谷勝 [2011], 『日本版ESOPの法務』, 税務経理協会
- 経済産業省・新たな自社株式保有スキーム検討会 [2008], 「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」
- 瀬谷ゆり子 [2013], 「従業員による株式取得スキームの検討－日本版ESOPにおける問題点－」, 桃山学院大学『桃山学院大学総合研究所紀要』第39巻第1号, pp.29-44
- 日本証券業協会 [2008改訂], 「持株制度に関するガイドライン」
- 原弘明 [2017], 「役員の株式報酬と従業員持株制度－経営陣・ステークホルダーが株主を兼ねるという視点からの研究序説」, 近畿大学『法科大学院論集』第13号, pp.87-106
- 道野真弘 [2014], 「従業員持株制度の現状と展望」, 出口・吉本・中島・田邊編『企業法の現在』, pp.227-245, 信山社
- 渡部潔 [2009], 『日本版ESOP入門－スキーム別解説と潜在的风险分析－』, 中央経済社