

4

米国 ESOP の概要と わが国への導入

従業員を新たな株主として位置づけるべき時代

井潟正彦 / 野村亜紀子

長引く株式市場の低迷に対して、産業界や政府与党などで ESOP (Employee Stock Ownership Plan : 企業が拠出する従業員持株制度) が検討課題にあがっている。ESOP は、従来の持株会とは似て非なる制度である。米国では、借入れを利用して自社株を買い付ける「レバレッジド ESOP」が一般的で、企業拠出 (損金扱い) で借入れが毎年返済され、従業員口座に自社株が配分されていく。企業財務・統治の手段として「自社株買い」「LBO」「MBO」と共通点がある。

米国企業による ESOP 戦略の代表例には、「1979 年クライスラー復活戦略」「1994 年ユナイテッド航空再生戦略」がある。厳しい経営状況を打破する経営計画の開始と同時に ESOP が導入された。「1984 年アムステッド非公開化戦略」は敵対的買収の未然防衛策である。産業界が実現を望む「金庫株」とも関係が深い。

企業拠出の従業員持株制度 「ESOP」

21 世紀を迎えたにもかかわらず、長引くわが国株式市場の低迷に対して、産業界や政府与党をはじめとして各方面で、市場活性化に向けた対策について検討が始まっている。そのなかで、個人投資家をめぐる税制のあり方や金庫株の解禁などと並んで、ESOP (Employee Stock Ownership Plan : 企業が拠出する従業員持株制度) が課題と

して話題に上っている。

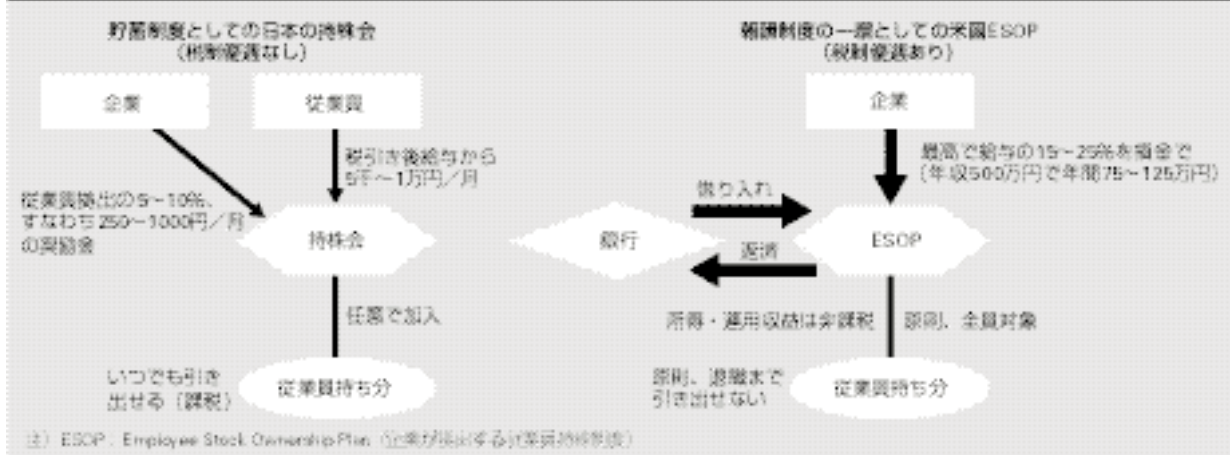
本稿では、この ESOP (イソップと読む) について詳しく論じたい。

1 持株会と似て非なる ESOP

ESOP というわが国では「持株会」と混同される場合が多いが、ESOP と持株会は似て非なるものである。

図 1 はわが国の持株会と、米国で一般に普及している ESOP (基本的な場合) について、仕組みを簡単に比較したものであ

図1 持株会とESOPの仕組みの比較



る。

持株会は、

貯蓄制度であり、従業員が任意で加入する（平均加入率は5割に満たない）。いつでも引き出せる。

税引き後給与から、例えば毎月5000円ないし1万円を天引きする。税制優遇はなし。

企業が従業員天引き分に対して、5～10%の奨励金（上記の場合は毎月250～1000円）を出す。

これに対して、米国で一般的に普及しているESOPは、

借り入れを利用して自社株を買い付けることから「レバレッジドESOP」と呼ばれる。具体的には、

- 信託として設立されたESOPが、銀行から借り入れをする（通常、企業が銀行に保証を提供する）。
- ESOPは借り入れで得た資金を使って、自社株を買い付ける。買い付けられた自社株はESOPの仮勘定（サスペンスアカウント）に入れられる。
- 企業は毎年、ESOPに対して一定の上限枠の範囲で企業拠出（損金扱い）を

行う。上限枠については、企業は毎年、最高で給与総額の15～25%（ESOPのタイプによる）までを損金で拠出できる（他の退職給付制度がある場合は調整）。ESOPに設けられる各従業員の口座ベースでは、最高で年間（a）3万ドル、ないし（b）給与の25%（どちらか低い方）まで入れられる。単純に言えば、例えば1人当たり年収500万円とすると年間75～125万円になる。

- ESOPは企業拠出を使って毎年、借り入れを返済する。
- 借り入れが返済されるのに伴い、仮勘定にある自社株は、あらかじめ決められた算定式に則り、各従業員の口座に配分される。
- 配当は従業員の各口座に、もしくは借り入れの返済に充てられる。

報酬制度（繰り延べ払い、いわゆる退職給付制度）の一環であり、原則、全員が対象となる。

引き出しは、原則59.5歳以降の退職までできない。その見返りに、所得税・運用収益については引き出し時まで課税は行われない、という税制優遇があ

る。転職した場合は、ポータビリティ（携帯性）を確保するため、IRA（個人退職勘定）などに乗り換える。

表1 日本の持株会の発行済み株式所有比率と加入比率（1998年度）

業種	所有比率	加入比率	(単位：%)		
			業種	所有比率	加入比率
水産・農林業	0.57	25.0	精密機器	0.90	36.5
鉱業	0.51	28.5	その他製品	1.57	39.1
建設業	2.12	47.0	電気・ガス業	1.18	74.8
食料品	1.40	46.8	陸運業	1.75	55.1
繊維製品	1.24	33.0	海運業	0.30	35.0
パルプ・紙	1.48	57.7	空運業	1.55	45.1
化学	1.36	44.1	倉庫・運輸関連業	1.57	53.6
医薬品	1.49	54.8	通信業	1.43	56.4
石油・石炭製品	1.03	52.6	卸売業	2.39	51.5
ゴム製品	0.96	26.9	小売業	1.68	37.8
ガラス・土石製品	0.94	34.7	銀行業	1.09	69.2
鉄鋼	0.74	37.1	証券業	1.09	70.5
非鉄金属	0.79	36.1	保険業	1.55	40.9
金属製品	2.11	37.2	その他金融業	0.48	37.4
機械	1.36	40.8	不動産業	1.51	55.1
電気機器	1.60	38.1	サービス業	1.77	40.0
輸送用機器	1.04	26.4	合計	1.36	44.8

出所) 全国証券取引所協議会「平成10年度従業員持株制度実施状況調査」より作成

上限をベースに単純に言えば、ESOPでは約8～13年の借入元本返済を前提にすると、企業は給与総額2年分に当たる自社株を一度に買い付けることができるわけである[(年間給与総額の25～15%)×(8～13年)=年間給与総額2年分]

このように、ESOPと持株会は互いに完全に峻別されるべきものであり、わが国にはESOPと同様の制度はない。

2 ESOPは大株主として機能

さらに、ESOPは借入れを利用して自社株を買い付けるため、大株主としてのインパクトは、ESOPと持株会とでは大きな格差が生じる。表1にわが国の発行済み株式数に占める持株会の保有比率（業種別平均）を示したが、全体ではわずか1.36%に

表2 米国ESOPを持つ公開企業

	会社名	従業員数	業種	ESOP保有比率	ESOP開始年
1	シアーズ・ローバック	500,000	小売り	15%	1989
2	AT&T	315,000	電話・通信	11%	1989
3	クローガー	200,000	スーパー	35%	1988
4	JCペニー	185,000	小売り	25%	1988
5	ユナイテッド・テクノロジーズ	185,000	航空宇宙	8%	1989
6	マクドナルド	183,000	レストラン	15%	1987
7	デイトン・ハドソン	168,000	小売り	6%	1990
8	デュボン	143,966	化学	NA	NA
9	サラ・リー	128,000	食品製造	5%	1993
10	メイ・デパートメント・ストアーズ	111,000	百貨店	6%	1989
11	メルビル	110,000	靴	6%	1989
12	アライドシグナル	107,000	航空宇宙	NA	1987
13	ベルサウス	100,280	電話・通信	7%	1989
14	ゼロックス	99,300	オフィス機器	10%	1989
15	ナイネックス	95,400	電話・通信	9%	1990
16	ユナイテッド航空	95,000	航空運輸	55%	1994
17	プロクター・アンド・ギャンブル	94,000	トイレットリー他	20%	1989
18	ロックウェル・インターナショナル	82,670	電子機器	41%	NA
19	3M	82,000	産業・消費者製品	3%	1989
20	ベル・アトランティック	81,000	電話・通信	5%	1989

注) NCEO (The National Center for Employee Ownership) によると、2000年5月時点までに入手したデータに基づくが、保有比率に変化が生じている企業もあるという。ユナイテッド航空についてはEmployee Ownership Reportのデータに修正
出所) NCEOのデータベース、およびNCEO, Employee Ownership Report, July/Aug. 2000

すぎない。大株主リストをめくると株主上位に持株会が名を連ねる企業も多いが、保有率は5%未満が大半である。

一方、表2は米国のESOPを導入した公開企業を従業員数の多い順に20社並べたものだが、発行済み株式数に占めるESOP保有率が5%未満なのは3社だけで（それでも3%）、半分が10%以上である。

3 コーポレートファイナンス・ガバナンスの手法

ESOPが借り入れ能力を持ち、税制優遇を伴いながら一度に比較的大量の自社株を買い入れ、大株主として機能する仕組み、すなわちコーポレートファイナンス・ガバナンス（企業財務・統治）戦略の手段であることに注目すれば、ESOPの理解に当たって比較検討する対象は、持株会ではなく、むしろ自社株買いや、相手先の資産を担保にして買収するLBO（レバレッジド・バイアウト）、MBO（経営者による買収）の方が適当だといえる。

まず、企業自ら自社株を買い付ける手段という点では、ESOPと自社株買いは酷似している。しかし、大幅かつ迅速に資本構成再編・株主構成再編を行ううえでは、ESOPの方が、借り入れを利用すること、

買い付けた自社株を消却するのではなく株主（従業員）を創出すること——から自社株買いよりも勝っているといえよう。なお、敵対的買収の嵐が吹き荒れた1980年代に米国の石油業界などで行われた究極的な自社株買いには、大胆な借り入れを利用した場合もあった。

LBO、MBOは、借り入れを利用して企業を買収、すなわち企業の支配権を獲得し、資産収益率の向上、資産構成の再編などの

経営改善に取り組んで、将来の株価上昇を追求する手法という点で、ESOP（支配権までは必ずしも及ばないが）と酷似している。企業の支配権を取得する株主が、LBOでは第三者たる買収者、MBOでは経営陣、ESOPでは従業員、という違いだけである。

コーポレートファイナンス・ガバナンスの側面を重視すれば、自社株買いを実施すべきとされる企業群、LBO、MBOの対象にふさわしいとされる企業群は、ESOPを実施できる企業群とかなりの程度、オーバーラップするといっても過言ではない。

ESOP戦略のケーススタディ

次に、ESOPが具体的にどのような経営戦略として導入されてきたか、代表的な事例を簡潔に紹介したい。

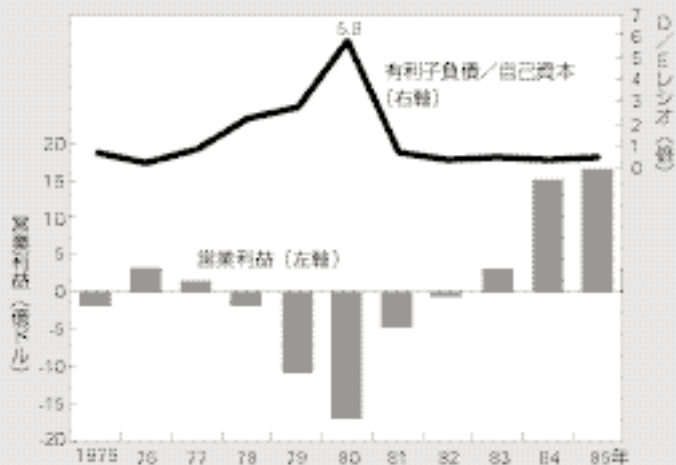
1 復活・再生に賭けた経営計画と同時に導入されたESOP

（1）1979年のクライスラー復活戦略

当時、ゼネラル・モーターズ、フォード・モーターに次いで全米第3位の自動車会社だったクライスラーは、1960年代以降に推進されてきた数量第一主義による大量在庫や日本車の輸入攻勢で、70年代に入って経営内容が著しく悪化した。1970年代後半には改善がみられるどころか、次ページの図2に示すように営業利益の減少が続き、D/Eレシオ（自己資本に対する有利子負債の規模）も2～3倍に達して、79年には経営破綻が予想される事態に至った。

クライスラーが経営破綻した場合の社会的・経済的影響は極めて大きいと予想されたため、復活の可能性があるならば、政府による何らかの救済策が必要ではないか、

図2 クライスラーのD/Eレシオと営業利益の推移



(注) D/Eレシオ＝有利子負債÷自己資本

(単位) クライスラーの年々増減額より作成

表3 1979年クライスラー融資保証法第7条

- (a) クライスラーが、クライスラー債務保証委員会を満足せしめる、委員会とクライスラーとの文書による合意において、以下のことをすべて承諾しないかぎり、あらゆる債務の保証、あるいは保証の確約は、本法のもとでは認められない。
- (1) (c) 項の要件を満たす従業員自社株保有プランの一部をなす信託を設定すること。
 - (2) 前記プランに従って前記信託に雇用者が拠出をすること。
 - (3) 前記信託に適格普通株を拠出することが必要とされるようなときは、同株式の追加的持ち分を発行すること。
- (b) (c) 項の要件を満たす従業員自社株保有プランの一部をなす信託をクライスラーが認定しないかぎり、本法制定日を起点とする180日間を終えた後、あらゆる債務の保証、あるいは保証の確約は、本法のもとでは認められない。
- (c) 従業員自社株保有プランは、以下のすべてを満たす場合においてのみ本項の要件を満たすものとする。

出所) 野村総合研究所

との議論が行われた。そうした状況で、復活に向けた経営計画で給与が引き下げられる従業員のモラルを高め、生産性を高める役割を果たすとして、議会や政府はクライスラーを援助する融資保証の見返りとして、ESOPの導入を絶対条件の1つとした(1979年クライスラー融資保証法の第7条、表3)^{注1)}。

政府からの支援を受けたクライスラー

は、1980年代前半には業績が回復し、株価も80年初頭の水準に比べると3～4倍になった。増資が実施されたものの、従業員の持ち分は発行済み株式数の約8～15%を占めており、従業員は業績と株価の回復によって大きな利益を享受した。

(2) 1994年のユナイテッド航空再生戦略

米国の最大手航空会社の1つであるユナイテッド航空も、クライスラーと同様に再生を賭けてESOPを導入し、成功を収めた。

1990年代前半の米国航空業界は規制緩和が進展した結果、ユナイテッドに代表される伝統的な航空会社が、サウスウェスト航空に代表される新規参入組などの低航空運賃戦略などに翻弄され、業績が大幅に悪化した(図3)。ユナイテッドにとって最大の悩みは、高コスト体質「特に労働コストをどう引き下げるか」であった。

現状維持の方針を続け、結局、経営環境の変化に耐えきれずに業界から姿を消したイースタン航空やパンアメリカン航空と同じ轍を踏みたくないとの危機意識から、経営陣と組合(パイロット組合、整備工組合、乗務員組合)、非組合従業員(いわゆるホワイトカラー)との間で議論が重ねられた。

その結果、1993年に「パイロット・整備工・ホワイトカラーが労働条件について譲歩する見返りに、ESOP導入による従業員の大株主化、すなわち、自社株保有、およびユナイテッド航空の支配権(議決権の55%)を手に入れる」というプログラムが生み出された^{注2)}。

詳述は避けるが、ユナイテッドの場合はESOPを利用した大胆な資本構成再編・株

主構成再編というコーポレートファイナンス・ガバナンスの手法としても、複雑かつ興味深いものである。その特徴を、図4と図5に分けてまとめて示す^{注3}。

さて、ESOPが導入された1994年以降、ユナイテッドの業績向上にはめざましいものがあった（図3）。同社の年次報告書は、ESOP導入の効果がそれをもたらしたと訴えている。株価についても、同業他社に比べて市場から高い評価を得てきた（次ページの図6）。

ユナイテッドの担当者は、「一個人が自分の持ち場でやるのが会社全体の業績、ひいては株価にどう反映するかを関連づけて説明し納得してもらうことは非常に難しかったが、ESOP導入で従業員同士がより親密になり、企業文化が大きく変化した」と語っている。具体的には、同社の場合、次のような形でそれが進んでいったとのことである。

まず、ESOPの導入に際し、CEO（最高経営責任者）がわずか4ヵ月で20ヵ所の拠点を訪問して約1万人の従業員と直接会い、プログラムの趣旨を説いて回り、さ

図3 ユナイテッド航空の純利益の推移

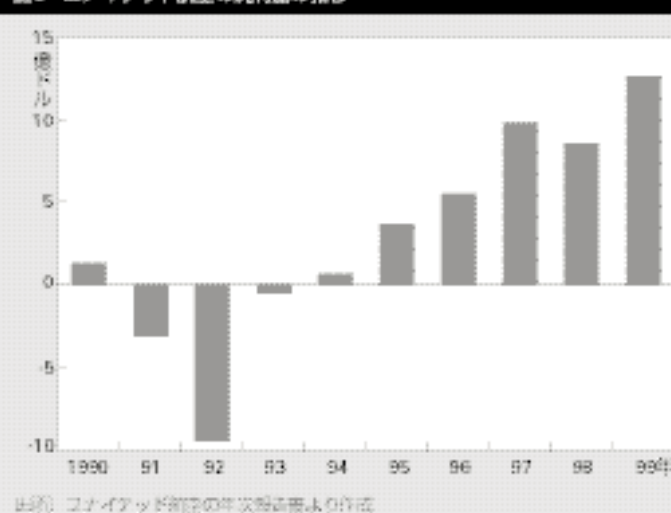


図4 ユナイテッド航空による資本構成再編の概要

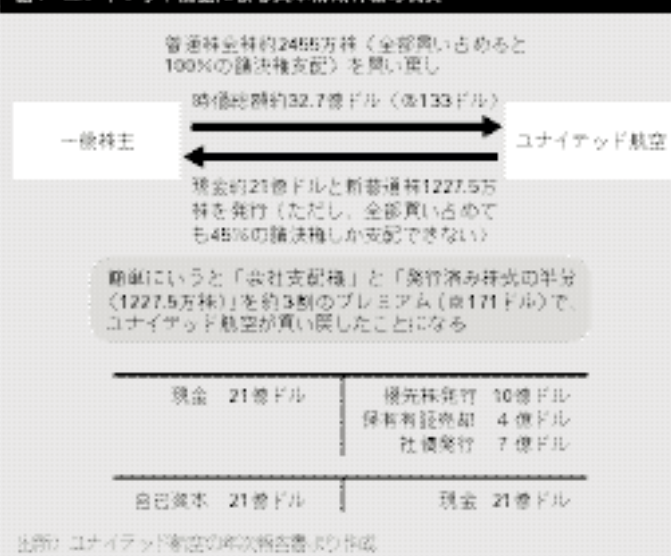


図5 ユナイテッド航空によるESOPの仕組み

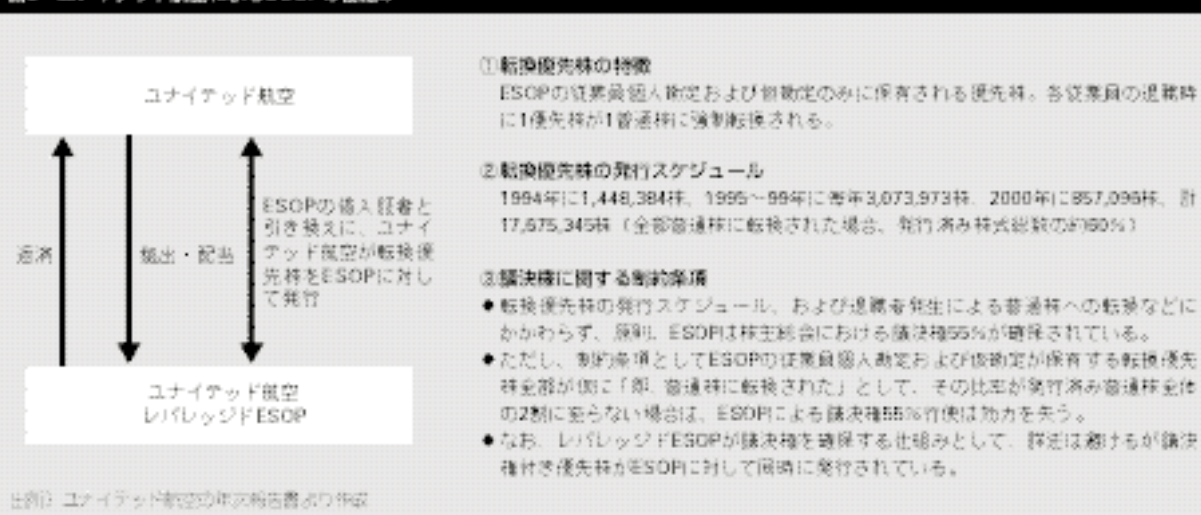
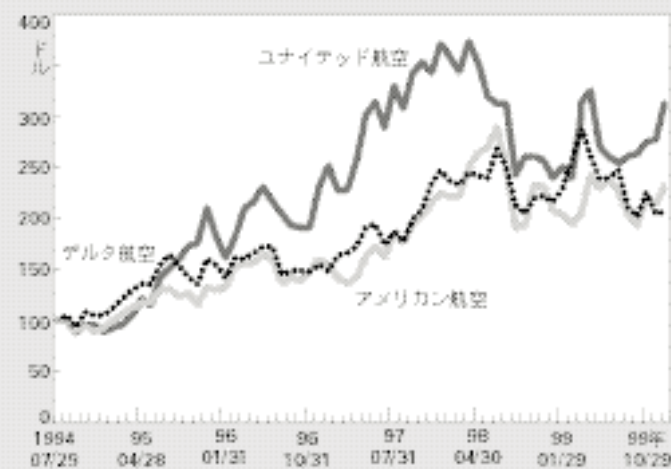


図6 ユナイテッド航空によるESOP導入後の航空3社の株価推移



注) 1984年7月末にそれぞれ100ドルを投資したと想定
 出所) 各社の年次報告書より作成

らに4種類の特別な出版物とビデオが作成され、数人で構成されるチームが各拠点に派遣されミーティングを行い、ESOPに関する質疑応答を目的とするコールセンター運営も始まった。

ESOP導入後は、従業員がグループで積極的に問題解決に当たることを促すプログラムが管理職を対象に、収益性や顧客サービスについて理解を深めるプログラム

が一般従業員を対象に、さらに職種を超えてさまざまな従業員が1つのチーム(12~15人)として具体的な課題に取り組むプログラムが全従業員を対象に——それぞれ実施され、米国西海岸で始めた別の勤務体系・賃金体系を伴うシャトル便の就航や、年間で約3000万ドルの節約につながった燃料消費の適正化などがもたらされた。

クライスラーとユナイテッドは、いずれも復活と再生を狙った経営計画の開始と同時にESOPを導入した事例といえる。復活と再生を狙った経営計画では、従業員給与の引き下げ・凍結などが行われるのが常だが、経営計画の開始と同時にESOPが導入され、従業員が自社株を報酬の一部として受け取るとは、次の2つの点で有意義ではないか。

経営計画の内容や実現可能性について、企業内外のステークホルダー(利害関係者)とりわけ公開企業においては既存の株主に対する強いアピールになり、納得も得られやすい。

従業員が、経営計画が成功した場合の成果を、給与の引き下げ・凍結を解除するという経営陣による意思決定とは独立に、将来の成長をも織り込んだ株価で享受できる。

2 アムステッドにみる敵対的買収防衛策としてのESOP

次に、ESOPの導入で従業員の安定と大株主化が図れることに注目し、敵対的買収に対する未然防衛策として利用したアムステッドの事例を紹介したい。アムステッドは1985年にESOPを使って、公開企業から従業員が株式を100%所有する非公開企業

表4 買収者に魅力的なアムステッドの貸借対照表(1984年度)

(単位: 万ドル)			
現預金、短期有価証券	7,197	有利子負債(短期)	—
その他流動資産	19,899	その他流動負債	8,942
流動資産	27,096	流動負債	8,942
建物・機械	45,237	有利子負債(長期)	—
償却(-)	22,916	その他固定負債	4,990
土地	475	固定負債	4,990
その他固定資産	1,091	自己資本	37,052
固定資産	23,888	負債・自己資本計	50,984
資産計	50,984		
積立超過の企業年金 (単位: 万ドル)			
積立資産	25,910	年金債務	16,110
		積立超過	9,800

出所) アムステッドの年次報告書より作成

になって（ゴーイング・プライベートと呼ばれる）現在に至っている。

アムステッドは、創業から100年以上の歴史を持つエンジニアリングおよび鉄鋼・工業部品メーカーで、鉄道・建設・トラックなどを主な分野として長い実績を誇っている（ライト兄弟の飛行機のワイヤーを作ったことで有名）。

まず、当時アムステッドはなぜ、「敵対的買収の候補になった」といわれるようになったのか。表4は敵対的買収の候補になったといわれる直前、1984年時点のアムステッドの貸借対照表である。1980年代の米国で吹き荒れた敵対的買収の候補になるべき典型的な特徴「見た目より実際はキャッシュフロー（現金収支）と資産が潤沢、株価は低迷」を持っている。

自己資本の約2割に当たる現預金、短期保有目的の有利証券。

有利子負債が全くない。

比較的売却が容易な建物・機械といった資産が多額に計上され、しかも償却済みの規模も大きい。

積立超過の企業年金（1984年当時は企業年金を解散すれば、積立超過分は経営陣がペナルティ課税なしで取り戻すことができた）。

また、表5はアムステッドの1980～84年のキャッシュフロー推移である。純利益が減少傾向にあり、それに伴い株主に対して減配まで実施しているが、償却費用が大きいこと、設備投資も減少させたこと——などから、実は余剰キャッシュフローがほぼ毎年生じており、現預金、短期保有目的の有利証券などの手元流動性はむしろ5年間で2倍以上に積み上がっていた。

一方、当時の株価関連指標は表6の通り

である。ROE（株主資本利益率）と1株当たり配当額がともに減少し、「株主軽視」ともいわれかねない状況で株価も低迷していた。1982年からはPBR（株価純資産倍率）が1倍以下、すなわち1株当たり純資産額より株価の方が小さい（極端に言えば、企業を丸ごと買収し解散・解体すれば儲かる）という状況に至っていた。

表5 アムステッドのキャッシュフローの推移

	(単位：万ドル)				
	1980年度	81年度	82年度	83年度	84年度
純利益	7,120	5,060	1,780	-380	2,420
償却費用	2,018	2,129	2,266	2,327	2,404
設備投資	4,194	8,002	3,994	994	1,401
配当支払い	2,526	2,680	2,445	1,083	976
現預金、短期有利証券の積み増し	1,081	-284	1,123	109	3,049
現預金、短期有利証券の残高	3,201	2,917	4,040	4,149	7,197

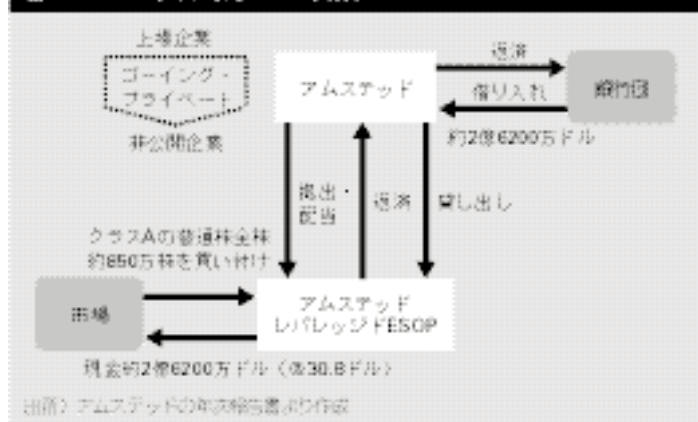
出所）アムステッドの年次報告書より作成

表6 アムステッドの株価関連指標の推移

	1980年度	81年度	82年度	83年度	84年度
ROE（％）	23.2	14.3	4.7	-1.1	6.8
株価（年度平均、ドル）	39.38	41.56	28.06	27.81	31.50
1株当たり純資産（ドル）	32.72	34.94	34.32	32.96	34.15
PBR（倍）	1.2	1.2	0.8	0.8	0.9
1株当たり年間配当金（ドル）	2.34	2.48	2.26	1.00	0.90

注）PBR：株価純資産倍率、ROE：株主資本利益率
出所）アムステッドの年次報告書より作成

図7 アムステッドによるESOPの概要



こうした敵対的買収の脅威に対する未然防衛策として、アムステッドが導入したESOPの仕組みは前ページの図7の通りである。まず、アムステッドが銀行団から約2億6200万ドルに及ぶ借入れを行い、さらにESOPに貸し出す（ミラーローンと呼ばれる）。ESOPは借り入れた資金を使い、市場からアムステッドの普通株850万株を全部買い付けた（TOBすなわち株式公開買い付けを実施）。この結果、アムステッドは非公開企業となり、100%従業員所有の企業として活動することになった。

なお、ESOPで自社株を保有することになった対象者は、組合が組織されていない従業員だけである。当時、労働組合がESOPに対して警戒感を示したため、労働組合・経営陣の双方合意のもとで、労働組合の参加は見送られたという^{注4}。

ESOP導入後、非公開企業になったとはいえ、むしろアムステッドは淡々と業績を伸ばし、現在に至っている。敵対的買収の脅威に直面し、懐疑的な意見もあったなかで、経営陣に対する信頼、雇用を守る唯一の方法——をよりどころにESOPを導入した結果、担当者の弁を借りると「今や

従業員は大変満足している」とのことである。

従業員の株主化で生産性の向上などがみられたか、という質問に対しては、「ESOP導入と同時に『従業員参加プログラム』を始めた。このプログラムこそ、ESOP導入後に以前との違いを生み出した。従業員による所有というだけではダメで、従業員による参加意識が重要だと思う。実証は難しいが」と述べている。

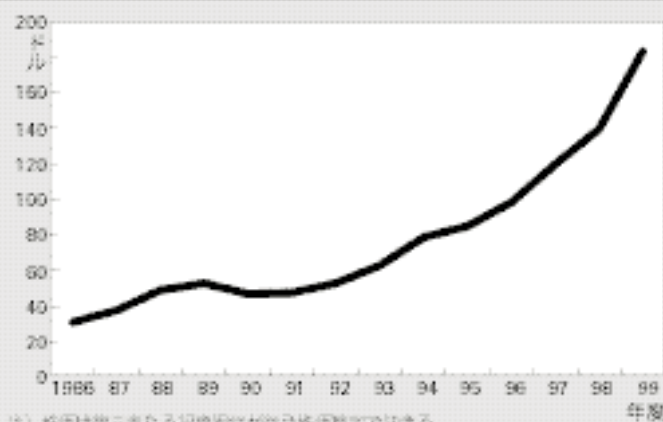
非公開企業になったため、1980年代前半までのような詳しいディスクロージャー（情報開示）資料は手に入らないが、アムステッドのホームページなどによると、株価の推移は86年以降、図8に示すように約6倍になった。すなわち、ESOP全体の時価総額が約2.6億ドルから約16億ドルに増加したことになる。

なお、非公開企業としてのバリュエーション（株価算定）は、中立的第三者である投資銀行が四半期ごとに行い、このバリュエーションで退職した従業員からの株式引き取りなどが行われている。わが国に比べて、米国における非公開企業の株価バリュエーションは方法論・信頼性などにおいて、水準が非常に高いといわれている。

3 ESOP企業のパフォーマンス

以上、ESOP戦略の成功例だけを取り上げたが、ESOPによる従業員の自社株保有が、本当に生産性、ひいては企業業績を高めることに直結すると一般的にいえるのだろうか。この点について、人事・報酬戦略のコンサルティングを専門とするヒューイット・アソシエーツが、ノースウェスタン大学ビジネススクールと共同で、1998年に調査を行っている^{注5}。結論は、「従業員に

図8 アムステッドのESOP導入後の株価推移



よる自社株所有は企業業績の向上につながることを確信する」であった。

具体的には、1973～91年にESOPを導入した公開企業について、導入前後で株主投資収益率（株価の伸びと配当）ROA（総資産収益率）などに生じた変化を、ESOPを導入しない企業と比較している。対象となった公開企業は382社で、平均で従業員数が約1万7000人、売上高が約27億ドルという大企業である。

結果の概要は次の通りであった。

株主投資収益率については、ESOPを導入した企業の方が、4年後に約7%、導入しない企業に比べて高い。

ROAについては、ESOPを導入した企業の方が、その後4年間にわたり毎年約3%、導入しない企業に比べて高い。

対象企業の6割以上が、ESOP導入を発表した直後の2日間に株価が上昇した。

対象企業の経営幹部の82%は、ESOP導入が業績向上につながったと確信している。

一方、アメリカン・キャピタル・ストラテジーは、発行済み株式数に占める従業員保有の割合が10%を超える公開企業約350社の株価を追跡する「従業員株主企業・株価インデックス」を発表している。それによると、米国の株式市場全体が急激な上昇を始めた1997年以前は、対象企業の単純平均、加重平均いずれも、S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）500インデックスを明らかに上回る水準であった。

4 企業会計上の取り扱い

ところで、企業会計上、ESOPはどう扱

われるのだろうか。企業会計上の取り扱いについては、米国公認会計士協会が作成し米国財務会計基準審議会が承認したSOP93-6（Statement of Position 93-6）により定められている。

ESOPの借り入れは企業の財務諸表に反映させなければならない。

まず、企業の貸借対照表上、ESOPの借り入れは負債として計上されねばならない。見合い勘定としては、「ESOP保有自社株勘定」（金庫株と同様に自己資本から計上額が差し引かれる）が立てられる。

その後、企業がESOPに対して企業拠出を人件・福利厚生費として計上する。その企業拠出を充ててESOPが借り入れを返済し、ESOPの仮勘定にあった自社株が従業員口座に配分される。

これに伴い、ESOP保有自社株勘定が償却されていくが、従業員口座に配分された株式について簿価（取得時の株価）と償却時の市場株価との差額は、資本取引として計上される。

EPS（1株当たり利益）の計算上は、従業員個人口座に配分された株式だけが算入され、仮勘定にある分は算入されない。

わが国へのESOP導入は急務

1 復活と再生に向けた意思表示

わが国大企業の多くは現在、1990年代に入って始まった業績の低迷、経営戦略の混乱から必ずしも十分な脱却を図ることができていない。

厳しい経営の破綻・危機に直面したわが

国大企業の場合、例えば「失われた90年代」の元凶であった銀行経営では、存続を目的にした場合だけでも、前述の1979年のクライスラーに対する米国政府による融資保証とは比較にならない規模で公的資金（全体で約9兆3000億円）が注入された。また、事業法人の経営破綻については、こうした銀行に対する債権放棄が模索されることが一昨年来顕著であり、1社で数千億円規模に至る事例も出ている。

一方で、外資から経営陣を招き入れ、思い切ったリストラを含む経営計画を復活と再生に賭けて打ち出し、早くも目に見える効果が得られつつ、今後の動向が大きく注目されている日産自動車のような事例もある。

もし、わが国でESOPが利用可能だったら、これら企業については他のステークホルダーが、あるいは企業自らがESOP導入の必要性を問うたのではないか。真に復活と再生を狙った経営計画の推進が、経営陣と従業員による合意と決意のもとで始まるならば、それはESOP導入のウインドウがオープンになる貴重な瞬間と考える。

繰り返しになるが、ESOPを通して従業員が自社株を報酬の一部として受け取るとは、経営計画の内容・実現可能性について内外のステークホルダーに対して説得力を持ち、経営計画が成功した場合の成果を従業員が、将来の成長をも織り込んだ株価で享受できる——という点で有意義であろう。

2 新たな安定株主が必要な時代

（1）わが国でも敵対的買収が始まる

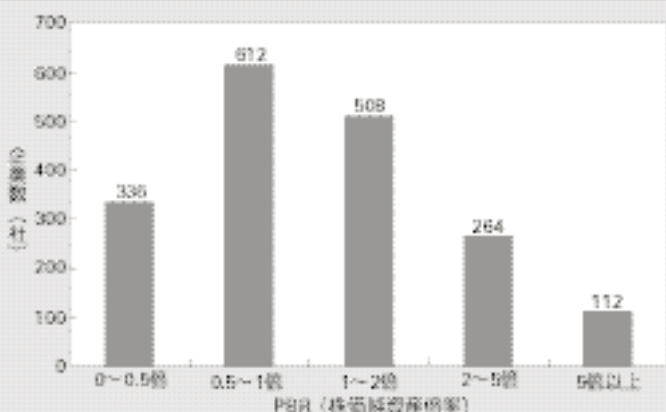
さらに、わが国の大企業が直面している問題は他にもある。わが国では従来なじまないとされてきた敵対的買収（非友好的買収）の脅威である。

特に注目したいのは2000年初春、わが国企業同士としては初めての敵対的TOBが、買収専門会社のエム・アンド・シーにより東証二部上場の昭栄に対して仕掛けられた事例である。これは、株式市場で付いている昭栄の株価に対して、昭栄が保有する純資産の価値が大きいこと（極端に言えば企業を買収した後、解散して資産を売却すれば利益が出るという解散価値）に注目してのTOBという点でも、わが国初といえる。まさに米国で1980年代に広く行われた敵対的買収の目的、すなわち前述のアムステッドがさらされた脅威と同じといっても過言ではない。

アムステッドのような企業は、昭栄以外にもわが国にあるのだろうか。東証一・二部上場の2000年3月期決算ベース（除く金融）の1832社についてPBRをみたところ、1倍に至らない（すなわち、純資産が時価総額を上回る）企業が半分強に当たる948社もあった（図9）。

さらに、同じ母集団（ただし、連結ペー

図9 東証一・二部上場企業におけるPBRの分布



注）対象は東証一・二部上場企業（除く金融）のうちPBRの値がマイナスの企業を除く1832社。2000年11月現在の時価総額を2000年9月期の自己資本で割って算出（出所）各社の有価証券報告書より作成

スの数字を発表したところのみ)で金融資産に限って注目してみると、

現預金と短期性有価証券、投資有価証券の合計から有利子負債を除いた金額(=Cとする)がプラスの(つまり、借金を全額返しても金融資産がまだ残っている)企業は552社あった(全体の約4割)。

Cが時価総額(2000年11月末)に対してどれだけの規模かを計算し、分布を示したのが図10である。Cが時価総額を上回る(1倍以上の)企業が100社以上もあった。

計算上ではあるが、発行済み株式を時価で全部買い占めて、企業を解散して資産を売却するだけで利益が出る企業が、わが国には多数存在するわけである。

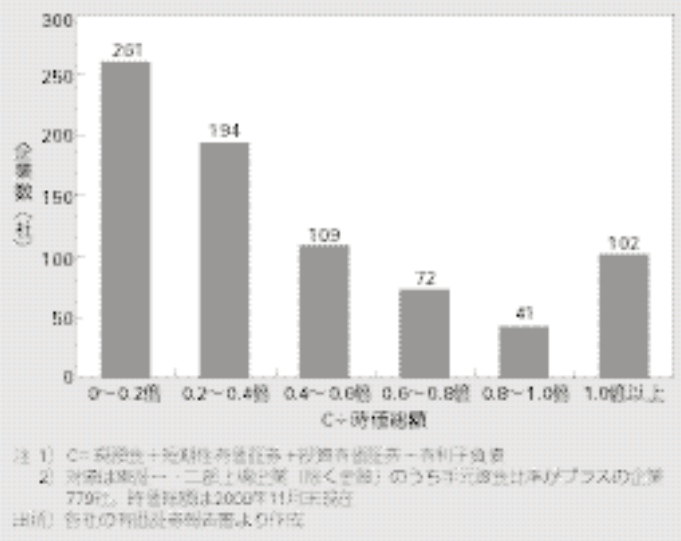
余剰な金融資産、そして将来のキャッシュフローを「何に使うつもりなのか」「だれに渡すつもりなのか」について明確なスタンスが確立できない、ひいては株価も低迷する状況が続いた場合、むしろ敵対的TOBは正当化されよう。

敵対的買収の未然防衛策としてのESOPは、将来のキャッシュフローを先取りする意味で「借り入れ」を行い、従業員に「株主」としての地位・意識を生み出し、「企業資産の使い道、ひいては将来を委ねる先」として外部の投資家・買収者ではなく、従業員自らを位置づけるディール(取引)である。

(2) 崩れる株式持ち合い

一方、わが国で最強の敵対的買収防衛策として機能してきた株式持ち合いが崩れ始めている。野村證券金融研究所が算出した1999年度の株式持ち合い比率は、前年度比

図10 C÷時価総額の規模別企業数分布



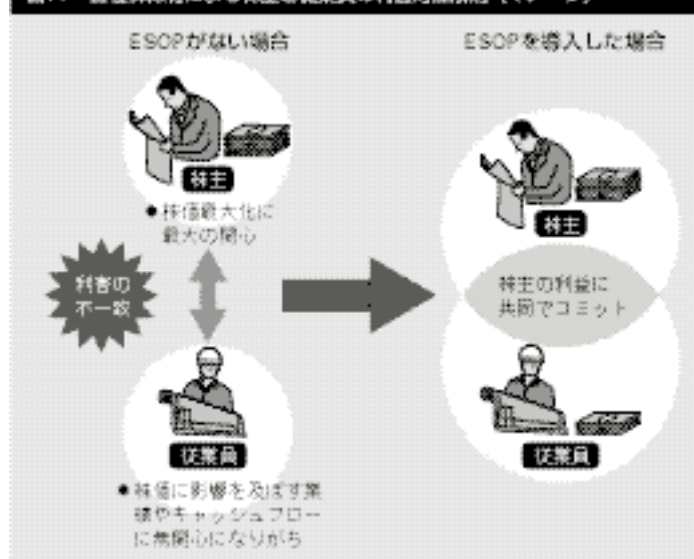
で2.6%ポイント低下した。生命保険会社と損害保険会社の保有株式分を加えた広義持ち合い比率も4.7%ポイント低下した^{注6}。1990年代半ば以降、毎年及び大幅な減少である。わが国の大企業、とりわけ手元が潤沢な優良企業にとって、新たな株主を見出す時代が到来した。

今こそ、ESOPの導入によって従業員を新たな安定的大株主の一角に位置づけることが重要である。

加えて、最近ではわが国企業に対しても「株主としての権利」を当然と考える外国人投資家や、年金基金に代表される受託者責任を負う機関投資家などの影響が拡大しつつあり、株主重視は無視できない潮流となっている。その一方で、「株主が大事か、従業員が大事か」という議論も経営者を中心に活発になっている。

しかし、株式を保有しない従業員に「企業は株主のものであり、従業員は株主から経営を委託された構成員として株価の最大化を実現すべきだ」と言ったところで、説得力がないのは自明である。だからといっ

図11 自社株保有による株主と従業員の利害対立解消（イメージ）



て、自分の報酬だけに関心が向き、株価に影響を及ぼす業績やキャッシュフローに無関心になりがちな従業員の姿勢を容認しても経営は成り立たない。

「迫り来る株主重視の時代」を意識させながら、従業員に「生き生きと」働いてもらうには、ESOPの導入によって、報酬としての自社株を保有させるのが最善の道であるといえるだろう（図11）。

東京大学の若杉敬明教授は、「コーポレート・ガバナンスの新局面」（『別冊商事法務』No.212、1998年10月）の対談で、「従業員が…労働者と資本家の顔を同時に持つというのが一番よいわけで、私はそれが理想の姿だと思う」と話している。

また、一橋大学の伊丹敬之教授は、著書『経営の未来を見誤るな』（日本経済新聞社、2000年）の中で、「従業員主権 - 企業は誰のものか…日本では、企業、とくに大企業に働く人々の潜在的な意識とも思える一般的観念は、『会社は働く人のもの』というものである」と述べる一方、「株主の価値を大きくしようとする経営と従業員主権の

経営とがつねに利害対立の関係にあるというわけではない」とも指摘している。

両教授の考えを実現する最良の手段は、ESOPであるといっても過言でない。

3 ESOPへの胎動

わが国企業におけるESOPに対する潜在的ニーズが顕在化しつつあるのではないかと判断できる材料も出てきた。

例えば、松下電工である。2000年11月29日の『日本経済新聞』は、「スト向け積立金、組合員に返却」という見出しで、「松下電工の労働組合（組合員約1万5000人）は、ストライキの際の賃金補てんを目的とした積立金の約6割（41億円）を12月18日付で組合員に返却する。…松下電工労組は返却金の中から1000円ずつ拠出してもらい、松下電工の株式を労組名義で購入する。株式取得で経営への組合の意見反映を期待している」と書いている。

また、2000年8月1日の『日刊工業新聞』は、「従業員持ち株会の会員が1カ月で倍増」との見出しで、「松下電工の従業員持ち株会の会員が、わずか1カ月で倍増したという。奨励金を大幅に上乗せして“金利15%”にするなどのキャンペーンに、多くの社員が飛びついた格好だ。…同社では『自社株を持てば、株価を意識して仕事をするようになるはず』と期待している」と報じている。

ただし、わが国の持株会はすでに説明したように、ESOPと似て非なるものであり、充実や工夫には限界がある。従業員持株会の9割以上を占める運営方式は、民法667条に基づく「民法上の組合」とされ、法人格を有しない。したがって、米国ESOPのように、母体企業の信用力を利用して借

り入れを行い、比較的短期間に発行済み
自社株式の数割を買い付ける——主体とな
ることは困難である。

奨励金の引き上げについても、例えば
「利益供与の禁止（商法294条ノ2）への抵
触」という問題が発生しうるため、「利益
供与ガイドライン」では「会社が取得に関
し奨励金を出すことについては、従業員に
対する福利厚生制度の内容として妥当な範
囲であれば、特定株主に対する利益供与と
はならない。一般に行われている積立額
（賞与からの積立を含む）の3～20%は妥
当な範囲のものと考えてよい」とされてい
る。

持株会についてはこれまで通り、「従業
員による貯蓄投資を目的とする制度」とし
ての役割だけを、有意義に十分に果たし続
けることだけを期待すべきだろう。

わが国への導入に向けて

1 日本版ESOPの制度骨格

したがって、わが国においてはESOPと
同様の機能を果たす仕組み（日本版ESOP）
を、従来の持株会とは独立して全く別個の
制度として導入すべきと考える。ストック
オプションの場合と同様に、新しい法制・
税制優遇の確立に向けて、早急な対応が必
要と考える^{注7}。具体的には、例えば以下の
ようにする。

日本版ESOPは借り入れ能力を持ち、
借入金で自社株の買い入れができる。
日本版ESOPへの拠出は企業拠出だけ
とし、従業員による拠出は認めない。
企業拠出は、他の制度とは独立に、例
えば従業員1人当たり50万円を上限と
し、損金扱いとする。借り入れがある

場合は、企業拠出（およびESOP保有
株式の配当）を借り入れ返済に充て
る。借入利息に支払われた企業拠出も
上限枠外とし、損金算入できる。

借り入れ返済に応じて、従業員の口座
に自社株が配分されていく。

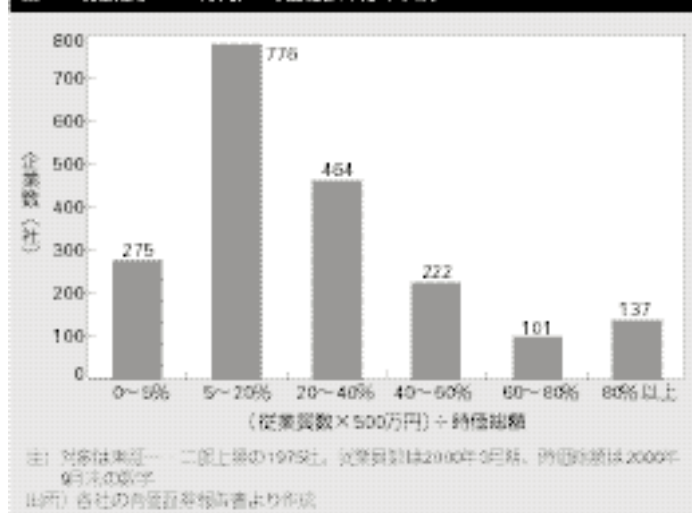
議決権については従業員の意見を集約
し、株主総会で反映させる。

当初は公開企業だけを対象とする。非
公開企業は株価算定がわが国で定着し
たら開始するとし、その際は、引退な
どに伴うオーナーによる日本版ESOP
に対する自社株売却に対しては税制優
遇がある。

従業員に対する所得課税などは引き出
しまで行わない。引き出しには制限を
設ける（例えば、従業員が定年および
途中で退職したときだけ、等）。中途
退職時は、2001年に導入が予定されて
いる確定拠出年金の個人口座に乗り換
える。

日本版ESOPの企業拠出を従業員1人当
たり50万円とし、元本返済10年の借り入れ
を行うと単純に仮定すると（すなわち従業

図12 〈従業員×500万円〉÷時価総額の分布状況



員1人当たり500万円の借り入れ)、これに従業員数を掛けた金額で発行済み株式数のどれだけを買付けられるか、を東証一・二部上場1975社で計算した(前ページの図12)。2000年9月末の株価水準では、8割以上の企業が発行済み株式数の5%以上を支配できる。5~20%が一番多く、約800社であった。

2 金庫株との関係

なお、2000年末から2001年初頭にかけて経済団体連合会から要望の声があがった「金庫株(企業による自己株式保有の容認)」とESOPには、密接な関連がある点について指摘したい。

本稿ではもっぱら、図13Aに示すようなESOP自らが資金調達の主体になるスキームについて言及したが、金庫株が解禁されると図13Aを原則としながら、図13Bあるいは図13Cのようなスキームも可能になる。使い勝手の良い金庫株の導入が望まれる。

3 導入がふさわしい企業群と考慮すべきこと

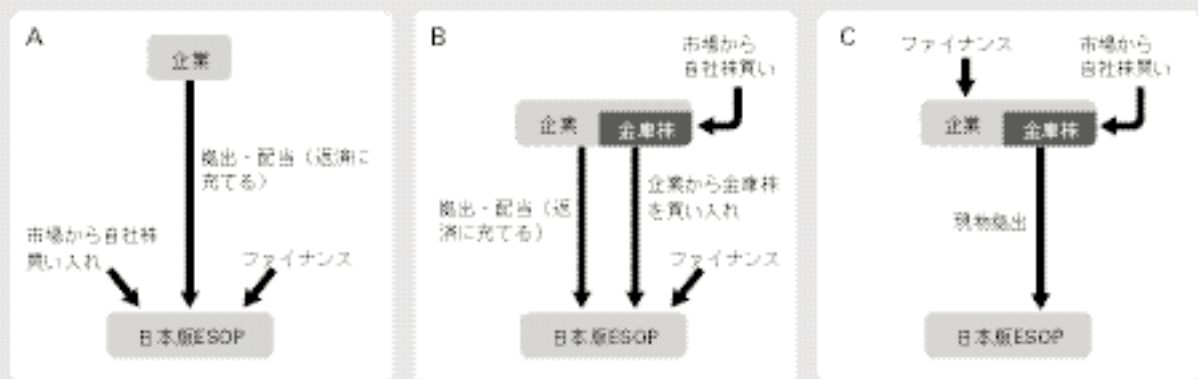
最後に、ESOPは当然のことながら、どんな企業にもふさわしい制度とは限らな

い。導入が必要で容易と考えられるのは、本稿でもっぱら重視した「既存の大企業にとっての意義」および「紹介した米国の事例」に鑑み、経営陣と従業員が一体となって復活あるいは新生に向けて真の経営計画推進を始める企業、潤沢なキャッシュフローがあり格付けも高い企業——などになるろう。

既存の大企業以外では、本稿では触れなかったが、高い利益成長、ひいては株価の伸びが期待できる新興企業にもふさわしいところがあるだろう。米国ではマクドナルド(外食)やホーム・デポ(流通)、エイビス(レンタカー)、HCAヘルスケア(ヘルスケア)などが、ESOPの導入を図った企業として有名である。

ただし、はともかく、と の企業については、保証の提供や貸借対照表への負債計上など、ESOPによる借り入れといっても実質的には企業の借り入れであることから、「立ち直り」や「成長」に必要な運転資金や設備投資がキャッシュフローに及ぼす影響や、負債の増加が格付け等の信用リスクに及ぼす影響などを十分に吟味しなくてはならない。さらに、はもちろんのこと、と のいずれについても、「現在

図13 金庫株とESOPの関係



の株価水準」とESOP導入で目論む目的・目標において見込まれる「企業のバリュエーション」とのバランスを、経営陣・従業員で真剣に検討すべきである。

注

- 1 クライスラー取締役会にUAW（全米自動車労組）の代表が加わることもあった。
- 2 なお、乗務員組合は最終的にプログラムに参加しないことになった。他の組合・ホワイトカラーは乗務員組合の参加を強く望んだが、乗務員の居住地をめぐる議論での合意が成立しなかったことなどが要因といわれている。
- 3 議決権55%の行使対象は、取締役選出以外の議案についてである。というのは、取締役選出については、ユナイテッド航空の取締役会12人のうち3人について、労働条件譲歩の見返りにパイロット、整備工、ホワイトカラーからそれぞれ1人、代表を出せる権利をすでに確保したからである。
- 4 その後、後述するようにESOPの利益の大きさが明らかになるにつれて、労働組合からESOPが交渉の場に持ち出されることが何度

かあったとのことだが、結局、不参加のまま現在に至っている。

- 5 Hewitt Associates, LLC, *Research Report: Unleashing the Power of Employee Ownership*, July 1998
- 6 西山賢吾「変化続く株式保有構造」『金融研究所投資レポート 産業・企業・株式』00巻260号（2000年9月1日）
- 7 米国ではESOPを制度上、確定拠出型・退職給付制度の一種類と位置づけ、税制優遇を与えている。

著者

井潟正彦（いがたまさひこ）

資本市場研究部アセットマネジメント研究室長、
上席研究員

専門はアセットマネジメント・ビジネス戦略全般
およびコーポレートファイナンス／ガバナンス

野村亜紀子（のむらあきこ）

資本市場研究部副主任研究員

専門は米国アセットマネジメントの制度全般