

米国の従業員持株信託

小 桜 純

目 次

- 1 はじめに
- 2 ESOP, ESOTの定義, 構造
- 3 株式賞与制度とESOP
- 4 信託受託者の留意点
- 5 ESOPの目的と背景, 批判
- 6 ESOTの利用方法
- 7 ESOPと議決権
- 8 議決権の実際
- 9 おわりに

1 はじめに

我国における従業員持株制度は、数年前の資本の自由化対策と、いわゆる凍結株の放出がからんで、企業経営の防衛という要請がはずみとなり、近年著しい発展をとげた。全国証券取引所の行った「昭和51年度従業員持株制度の実施状況」調査によれば、全国上場会社 1,719 社中 1,225 社が従業員持株制度を採用するに至っている。比率にして 71.3% にあたり実施会社の総発行済株式数に対して 1.12% を占めている⁽¹⁾。それらの大部分は、「月掛け型」とよばれる、毎月一定額を給料より天引し、定期的に自社株を購入する方法をとっている⁽²⁾。

別の調査によれば上場会社の 62%, 非上場会社の 13% が実施しており、持株制度を含めた付加給付は長期不況の影響で伸び悩んでいるともされている⁽³⁾⁽⁴⁾。また、従業員持株制度を奨励するものは、わずかな積立金補助金の出

損と、事務費の補助にすぎないようだ。

1974 年、米国で、一般には改正年金法と呼ばれている従業員退職所得保障法 the Employee Retirement Income Security Act of 1974, Public Law 93—406, 88 Stat. 829 (以下 ERISA と略す)⁽⁵⁾が制定された。同法の中に、使用者の事業の、所有と成長についての利益を参加従業員に付与することを目的とした、従業員持株制度 (Employee Stock Ownership Plan) 及びそれを運営する従業員持株信託 (Employee Stock Ownership Trust) と呼ばれる制度 (以下 ESOP 及び ESOT と略す)⁽⁶⁾ が採用された。ESOT は、税法上有利な取扱いを受けるに当り、他の従業員福祉制度に比して、適格要件につき多くの免除を受け例外的地位を与えられている。

およそ従業員の企業参加には、二種類ある。西独の共同決定やイギリスの産業民主主義調査委員会報告等⁽⁷⁾にみられる従業員の「経営」参加があり、もう一つは、従業員持株制度に代表される従業員の「資本」あるいは「所有」参加である。西独の Vermögensbeteiligungsabgabe やスエーデンの「所有への参加」案等⁽⁸⁾がこれに含まれる。前者は普通、資本を伴わない参加のため、株式会社制度に対し、ドラスチックな、企業活力にも影響を及ぼしかねない、変化をもたらすと考えられる。これに対し、後者は、従業員の株式取得によって、その従業員をして、同時に株主たる地位に立たしめるという段階を経て、企業利益の分配や企業支配に参加することになるので、私有財産制度に基づく経済体制と調和するものと思われる。

この二つの参加制度が対立するものか否か、我国に適した参加制度は何かの問題を解く一資料として、本稿では、米国の ESOP 及び ESOT を取り上げ、その構造、目的と背景、利用方法と受託者の役割、そして議決権の問題を逐次考察し、我国従業員持株制度が奨励さるべきものならば、いかなる方法があるかを考えたい。

(1) 商事法務 No. 785, 20頁以下参照。

(2) 証券経済時報, 特別号, 1975, May, No. 47 に詳しい。なお, 別冊商事法務研究 11, 「従業員持株制度のすべて」20頁参照。

- (3) 日本経済新聞, 昭和52年11月8日朝刊, p. 3.
- (4) 長田公平「評判上々, 従業員持ち株制度」日経ビジネス 1976年8月16日号, p. 84 以下では従業員持株制度では, 企業が期待している従業員の企業への忠誠心の向上については期待薄だが, 従業員が利殖手段としての株式への興味, さらに, 株式値上り益へ関心に移り, 持ち株会より株を引き出した時にも, それを, 有利な資産運用のために利用したいとするのが 42% にのぼり, 本制度が「株式投資学校」の役割を果しているという興味深い観察がなされている。
- (5) 本稿での引用は, 8 A. US. Cong. News '74による。なお, 「信託」 112, p. 63に一部翻訳されている。
- (6) ESOP, ESOT の区別があいまいになることは避けがたい。Lund, Casey and Chamberlain, A Financial Analysis of the ESOT, Financial Analysts Journal Jan-Feb, 1976. 55.
- (7) 日経, 昭和52年1月28日, p. 6.
- (8) 日経, 昭和51年1月19日, p. 4.

2 ESOP, ESOT の定義, 構造

(a) ESOP の定義

ERISA は § 407 (d)(6)で ESOP を次のように定義している。「ESOP は, 以下に定める個人勘定制度をいう。(A) 1954 年内国歳入法第 401 条に基いて適格の, 株式賞与制度, または株式賞与制度と金銭買入れ制度であり, 主として適格の使用者証券に投資 するもの。(B) 財務省が規則で定める他の要件を 充足するもの。」

定義中の個人勘定制度とは § 3 (34) によれば各参加者の個人勘定と, その個人勘定に出捐される量 (amount) だけに基づく利益を定め, 収入, 費用, 損益および参加者に帰属することになる, 他の参加者の失権部分を定める年金制度, をいう。

また, 株式賞与制度とは, 使用者によって設定され維持される制度であって, 使用者による出損が利益を前提とする必要がなく, 利益が, 使用者たる会社の株式で分配されることを除いて, 利益分配制度と同様の利益を与えるものであ

る⁽¹⁾。

なお、従来より ESOP には、種々の名称がつけられている。「従業員株式賞与制度」(employee stock bonus plan)「第二収入制度」(second income plan)あるいは「ケルソー制度」(Kelso plan)⁽²⁾等の語がそれであるが、ERISA 上の ESOP とは区別する必要があるだろう。

ESOP も他の従業員福祉制度 (employee benefit plan) と同様⁽³⁾全資産は信託により保有されなければならない。この信託が従業員持株信託 (employee stock ownership trust) すなわち ESOT にほかならない。

(1) Treasury Reg. § 1,401-1 (b) (I) (iii).

(2) L. Kelso & P. Hetter, How to turn Eighty Million Workers into Capitalists on Borrowed Money 82-103 (1967).

(3) ERISA, § 403 (a).

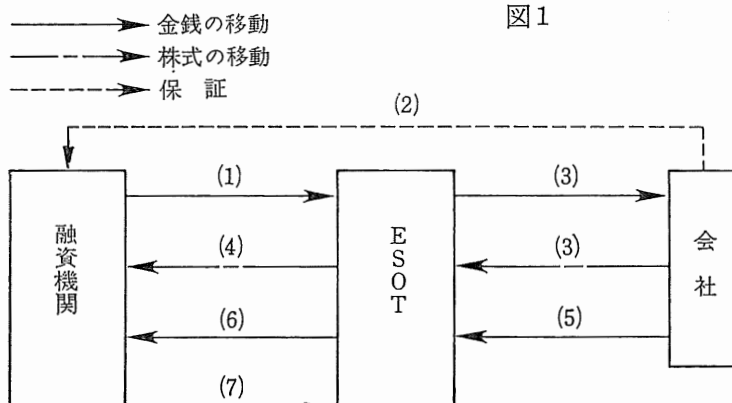
(b) ESOP, ESOT の構造

会社が、ESOP を設定するには、適格株式賞与計画を採用し、適格の信託を設定すれば、そのもっとも単純な ESOP となる。信託は ERISA § 403, 29 U.S.C.A. § 1103 に従って設定されねばならない。そして信託は、融資機関 (lending institution) から借金し、その借り入れ資金をその時の公正な市場価格で雇主株式に投資する。信託は、融資機関に手形を振出し、株式が動産質 (pledge) に供される。

さらに会社は信託の借金に保証契約を結び借金返済に十分な額を信託に出損することを融資機関に約する。会社の出損は制度に参加している (covered) 従業員に支払われる年間報酬の 15% まで、税の控除を受ける。信託保有の株式が、借金を保証するため担保に供されている場合、担保契約 (pledge agreement) が借金返済に応じて質物の割合的な返還を受けると規定する なら、全返済額の各従業員に対する割合で相当する持ち分に等しい株式数が従業員の個人勘定に帰属する (allocation)。帰属した株式が、順次、権利付与 (vesting) されることにより従業員は受益権者 (beneficial owner) になる。

米国の従業員持株信託

図 1



ESOT の運営を図 1 で示そう。

ある会社が 100 万ドルの設備投資資金を得ようとして ESOT を設定すると仮定する。

- (1) ESOT が融資機関から 100 万ドル借り入れる。
- (2) その際、会社は融資機関と貸金返済保証契約を結ぶ。
- (3) ESOT は借り入れ資金で会社株式 100 万ドル相当分、購入する。
- (4) その株式は融資機関に担保として提供する。

かりに当会社の給料支払い額が年間 200 万ドルであり、全従業員が制度に参加しているものとするなら、会社は借金返済に十分足る総計 30 万ドルを年度ごとに税控除を受けられる、ESOT に対する出捐とすることができる。従って、

- (5) 年間 30 万ドルの出捐。
- (6) ESOT が返済、返済額は仮りに 5 年間の年賦均等払い、利息年 10% とすると、各年度の支払い額は 26,397.48 ドルになる。
- (7) 返済額に応じた株式が返還される。

以上のような ESOT 採用によって、仮に実行法人税率を 48% とすると、会社は $30 \text{ 万ドル} \times 0.48 = 14.4 \text{ 万ドル}$ 、5 年間のトータルは 72 万ドルの税控除を得る。一方、従業員は ESOT が株式を購入した時の評価値で会社の株式を得ることになる⁽¹⁾。

- (1) この ESOT による資金調達には ERISA 制定以前にも許されたものであったが、広く用いられるに至らなかった。Bushman, The Employee Stock Own-

ership Plan : A Unique Form of Corporate Financing, 113 Trust & Estates 580 (1974).

3 株式賞与制度と ESOP

(a) 株式賞与制度

ESOP は常に適格株式賞与制度を含む故に、まず株式賞与制度に関する規定を見ておこう。

株式賞与信託が一連の連邦優遇税を受けるためには内国歳入法 (I. R. C.) 401 条(a)の適格要件⁽¹⁾を満さなければならない。この要件は利益分配信託にも適用される。しかし多くの類似性があるにもかかわらず株式賞与制度は二つの主要な点で利益分配計画と異なる。

(1) 株式賞与信託に対する使用者の出捐は、必ずしも当期利益に依存しない⁽²⁾。使用者は出捐することによって経常損失が生じて、出捐はできる。

(2) 株式賞与信託から従業員に分配される利益は使用者株式の形でなければならない⁽³⁾。従って株式賞与信託の資金は、最終的にはすべて使用者である会社の株式に投資することが必要となる。

株式賞与制度は、従業員の退職後の固定した利益付与を目的としていない。出捐は毎年なされる必要はないが、適格信託への出捐は、利益分配計画と同様に「くりかえされること、かつ、実のあるもの」でなければならないという限度で制限を受ける⁽⁴⁾。使用者は計画の始期及び各年度ごとに出捐額につき、従業員にその要約を通知しなければならない⁽⁵⁾。一たび、株式賞与計画に資金が出捐されると、その資金は「従業員とその受益者の排他的利益のため以外の」いかなる目的のためにも使用されてはならない⁽⁶⁾。会社が資金を復歸させること、流用することはできない。さらに信託資金が雇主株式に投資されると、I. R. S. が、従業員の利益を守ることができるよう、投資の理由や、投資にまつわる状況の開示を強制する⁽⁷⁾。この開示に基づいて、I. R. S. は信託に与えられた雇主株式が過大評価されていると決定する場合が生じ、この場合、会社の税控除は減額される。また信託の株式買い入れ価格が高すぎると決定された場合、禁

止取引 (prohibited transaction) になり, 違反者に対し penalty tax が課せられる⁽⁸⁾⁽⁹⁾。

最後に, 株式賞与信託は, 参加従業員への帰属 (allocation) 権利付与 (vesting) につき, 厳格な要件に服する。まず帰属は従業員の年間報酬 25%, あるいは 25,000ドルに限られている⁽¹⁰⁾。この制限は従業員が参加する確定出捐制度の数にかかわらず, 一人の従業員につき適用がある⁽¹¹⁾。

優遇税制を要約すると以下の三つになる。

すなわち, (1) 適格 ESOT 自身が免税団体になる⁽¹²⁾。(2) 適格 ESOT への会社の出捐は, 税控除を受ける⁽¹³⁾。(3) 会社の出捐は, 「現実に分配され, 利用可能」になってはじめて従業員, 受益者について課税される⁽¹⁴⁾。

(1) I. R. C. については加藤清, 税法学80号 24頁以下, 米国の新内国歳入法(邦訳)

(一六) 参照。

(2) Treas. Reg. §§ 1,401-1 (a) (2) iii, (b)(1)(iii)(1956).

(3) Id. : Rev. Rul. 71-256, 1971-1 Cum. Bull. 118.

(4) Treas. Reg. § 1,401-1 (b)(2). Federal Tax Regulations (1974). p.1153.

(5) Treas. Reg. § 1,401-1 (a)(2) id. p.1151. ERISA §§ 101 (a) 104 (b) (1).

(6) Treas. Reg. § § 1,401-2 (a)(2),(b).

(7) Treas, Reg. § 1,401-1(b)(5)(ii).

(8) ERISA, § 2003 (a) Int. Rev. Code of 1954 § 4975 (a)(b).

(9) ERISA 制定前, 水増し価格で使用者株式を買い入れることは, 制度の非適格と信託の税免除の撤回に直結し, 使用者の出捐に, さらに, 従業員に直ちに課税される結果となった。I. R. C. of 1954 § § 83, 402 (b). しかし, 使用者は総収入から控除できた。id. § 404 (a)(b), ERISA はこの不公平を, 禁止取引を実際に行なった人々 に対する罰則と取り代えることによって, 正している。

(10) ERISA, § 2004 (a)(2) Int. Rev. Code of 1954 § 415(c)(1).

(11) Id Int. Rev. Code of 1954 § 415 (f)(1)(B). Wilf, Limitation on Benefit and Contributions for Corporate Employee Under New Pension Law 41 J. Tax 280 (1970).

(12) Int. Rev. Code of 1954 § 501 (a).

(13) Id. 404 (a)(1), (3).

(14) Id. 402 (a)(1).

(b) ESOT と従来の株式賞与信託との比較

ESOT が資金借入れをする場合、それをしない場合に比して速やかに、より多くの使用者たる会社の株式を従業員に得さしめると期待されている。したがって ESOT は使用者たる会社の支配権を従業員が取得するためにも用いられている⁽¹⁾。一方、株式賞与制度が、このために用いられることはない。株式賞与制度は、普通、使用者たる会社の株式を会社が長年にわたって株式出捐をし、あるいは金銭の出捐によって信託が株式を買い増していくものだが、これに反して、借入れ資金を用いた制度は、制度設定の年に、使用者たる会社の株式を多量に買い入れることができる。そして長期間の株式保有は、株価が上昇する場合、従業員に多くの利益をもたらす。もちろん低下の場合、あるいは上昇率が支払利率を下回る場合、株式賞与制度より、利益は減る。

これを例示すると次のようになる。

A 株式賞与信託の場合

ある会社が 50 万ドル借入れ、5 年間、一年に元本 10 万ドルの均等返済をし、一年ごとに同額の株式を出捐すると仮定しよう。

各年度に出捐される株式の数は、株式の市場価格の変化と反比例して変化する。かりに初年度の始期に 10 ドルの値段の株式であり、一年ごとに 10% の割合で値上りすると 5 年目の終りには、16.10 ドルになる。その時には使用者たる会社は、合計で 610,303 ドルの価値がある 37,907 株を出捐する。しかしもし同率で値下りするなら 5 年目の終りには、株価は 5.90 ドルになる。そして会社は 409,265 ドルの市場価値がある 69,367 株を出捐することになる。

B ESOT の場合

他方、会社が ESOT を採用し、ESOT が 50 万ドル借入れ、初年度の始期に一株価格 10 ドルで使用者たる会社の株式を、50 万ドル分買うと仮定しよう。

5年目の終りには、同率の値上りの場合、信託は805,000ドルの価値のある50,000株を所有し、同率の値下りの場合50,000株は変わらないが、その価値は295,000ドルにしかない。

これをどう理解するかは議論がある。両者とも、総収入が同じで総キャッシュフローが同じで総払い込み資本と利益剰余金が同じ、つまり貸借対照表に及ぼす影響が同じとすれば、値上りの場合ESOTより株式賞与信託の方が、最終的に信託に移転する株式数が少なくて済み、既存の株主にとっての希釈率が少なくなる⁽²⁾とするものがある一方、促進論者はおよそ次のように云う。「ESOTのテコ入れ効果によるところの、株価値下りから生じる損失のより大きな危険は、ESOTに参加する従業員が、将来株式や金銭を出捐するという会社の不確定なコミットメント以上のものを持つという事実によって相殺されて余りあるものである。株式賞与信託に対する出捐は取締役会の裁量で変化する。そして数年間全く出捐しなくともよい。ESOTは、これとは逆に、会社が借金を保証し、その年賦償還を確保するに十分な出捐をなすと約束する。それ故ESOTは、従業員に何年間にもわたって支払われる、確かな利益を与えるものである。——それは一般に賃銀や給料のみで生活する従業員に受け入れられる技術であり、彼等に資本財からの所得を与える」⁽³⁾と。

- (1) 例えば Brooks Cameras Inc. の従業員は general manager であった Joseph A. Dee に指導され、創立者の Julius Bloch から会社支配権を譲り受けた。Sidney P. Alles, "Brooks Cameras Employees Buy Control," San Francisco Chronicle, Business World. Dec. 3. 1971 at 29.
- (2) Harry A. Lund, Walter J. Casey and Philip K. Chamberlain, A Financial Analysis of the ESOT, Financial Analysts Journal Jan-Feb 1976. p. 55.
- (3) Charles A. Pillsbury, Note, Employee Stock Ownership Plans; A Step Toward Democratic Capitalism, 55 Boston U. L. Rev. a95.

(c) ERISA 施行後の ESOT

年金制度の分解修理といわれている ERISA は、確定利益付年金制度(defined

benefit pension plan) に大きな影響を与えたが、ESOP は比較的小さな影響を受けたに止っている。それ故、要件が厳しくなった他の制度に取って代るのではないかと考えられている⁽¹⁾。

ERISA は次のような要件を定めているが ESOT に関しては免除している。

一般に、各制度の信託受託者⁽²⁾は慎重人 (prudent man) として制度の管理を行なうことを要する⁽³⁾。

ERISA 制定以前、使用者たる会社の、株式への、従業員信託資金の投資は、排他的従業員利益原則 (exclusive-benefit-of-employees rule) の投資基準を満足させるだけで済んだ。

それは、投資のコストは購入時の公正な市場価格を越えてはならないこと、投資は、公正な収益を生まなければならないこと、信託は制度に従って分配をなすために十分な流動性を持たなければならないこと、そして信託は分散投資を含む prudent な投資者の防護にならなければならないことであった⁽⁴⁾。

ERISA は慎重原則 (prudent man rule) と、排他的従業員利益原則を結合し、より一層の受益者保護を唱ったものとされているが、使用者たる会社の株式投資をするについては、多様化要件⁽⁵⁾ (危険分散) と同要件を満たすという範囲内の prudent man rule を免除していると考えられる⁽⁶⁾。

次のような場合が最も重大である。会社が業績悪化すると予測されている場合、あるいは株価が低落傾向にある場合、当該会社株式の取得または所有が慎重原則に反するか否かの問題である。この場合、ESOT の株式所有自体が、慎重原則に反するとする考えに対して、もしそう考えるなら、ESOT の機能は失われ、ESOT の受託者のなり手がなくなると批難されている⁽⁷⁾。

このような ESOT 受託者の、慎重のレベルは、制度の目的に直接関連させるべきであり、他の ESOT 受託者の技術と注意に比して判断すべきものと考ええる。H. R. Rep. No. 93-1280, 93rd Cong., 2d Sess. U. S. Code Congressional and Administrative News 711 によれば、ESOT には、退職時の保障を求める規定が ERISA になく、ESOT の目的は、従業員が働くところの会社の、

資本参加を彼に与える事にある、ということ根拠にする。

さらに ERISA は他の従業員福祉制度が 1985 年までに全資産の内、公正市場価格の評価値で 10% を越えて 使用者たる会社の株式所有を禁じた⁽⁸⁾。しかし ESOT をはじめとする個人勘定制度についてはこれを免除している⁽⁹⁾。

次に ERISA は使用者または大株主から、使用者たる会社の株式を買い入れることを禁じている⁽¹⁰⁾。ERISA の税法関連規定も使用者または大株主から制度が、使用者たる会社の株式を買い入れることを禁じている⁽¹¹⁾。

しかし ESOT には手数料がかからず、売却が適切な対価を越えないならこの取引を行うことを許している⁽¹²⁾。

さらに ERISA は ESOT が使用者たる会社の株式を買い入れるために借り入れをすることを許しているが、他の従業員福祉制度では、制度と使用者、または大株主との間で「金銭の貸借や他の信用供与」を含むいかなる契約の締結をも禁じている⁽¹³⁾。

もしこの禁止規定が ESOT に適用されるなら、ESOT は大株主から使用者たる会社の株式を分割購入することができなくなる。また融資機関が、使用者たる会社の保証なしに、融資することに同意しない限り、信託は借金ができなくなる。ESOT の借り入れ及びその保証は、借り入れが従業員とその受益者の利益のためになり、利息が不合理でなく、借金を保証するために使われる唯一の担保が使用者たる会社の株式である限り、この禁止規定の免除を受ける⁽¹⁴⁾。そしてこの例外は使用者たる会社の株式買い入れにテコ入れするために使用される ESOT のローンと、そのローンを保証する場合にのみ適用あるものと理解されている⁽¹⁵⁾。

(1) Carlson, Responding to the Pension Reform Law, 52 Harv. Bus. Rev. Nov-Dec 1974, p. 133.

(2) ERISA, § 402 (a) (2).

(3) Ibid. § 404 (a) (1) (B).

(4) Rev. 69-494, 1969-2 Cum. Bull. 88.

(5) ERISA, § 404 (a) (1) (C).

- (6) Id. § 404 (a) (2), 慎重原則については以下の文献がある。海原文雄「信託資産投資における慎重原則」法政研究（九州大学）第36巻2—6号。
H. R. Williams, “The Prudent Man Rule of the Pension Reform Act of 1974,” 31 Business Lawyer 99. 海原文雄「アメリカにおける労働信託法」信託法研究第1号 p. 33 以下。
- (7) Ronald M. Bushman, Employee Stock Ownership Plans; A Trustee’s Perspective p. 11.
- (8) Id. §§ 407 (a) (3), (c).
- (9) Id. § 407 (b) (1).
- (10) Id. § 406 (a) (1) (A).
- (11) Id. § 2003 (a) Int. Rev. Code of 1954 §§ 4975 (c) (1) (A), (e) (2) (C), (E).
- (12) Id. § 408 (e): id. § 2003 (a) Int. Rev. Code of 1954 § 4975 (d) (13).
- (13) ERISA, § 406 (a) (1) (B), id. § 2003 (a) Int Rev Code of 1954 § 4975 (c) (1) (B).
- (14) Id. 408 (b) (3), id. § 2003 (a) Int. Rev. Code of 1954 § 4975 (d) (3).
- (15) H. R. Rep. No. 93-1280 93rd Cong., 2d Sess. U. S. Code Congressional and Administrative News 711.

4 信託受託者の留意点

(a) 受託者に内在する利害対立

利害対立は、銀行が、受託者とESOTに対する貸し主の両方の立場に立つ時、生じる。すなわち、従業員利益のみのために働くところの受託者⁽¹⁾としての責任と、貸し出し資金を守るといふ、株式会社たる銀行の、株主に対する責務とが対立するおそれがある。たとえば利益が低下した会社が ESOT に対する出捐金を払えず、従って ESOT はローンの返済がとどこおる場合、従業員の利益は、ローンの返済条件を再交渉することにある。一方、銀行の利益を守るためには、極端な場合、問題となっている会社の倒産を引きおこすような担保権の実行をすることである。どのような解決がつけられるか、実務上は、同一銀

行が兼業を避けることになる。

(1) § 404 (a) (1).

(b) いわゆる手元流動性の問題

典型的な ESOT の資産は、使用者たる会社の株式である。閉鎖会社の ESOT は、多くの場合、株式を二度買い入れするための資金が必要となる。一度目は、借り入れ資金による通常の取得であり、二度目は信託参加終了者に株式が分配された後、再び買い入れる時である。この二度目の株式取得は、税控除されず、予期し得ない場合に起ることもあり得る。さらに再取得される株式の価格は、会社が成長した場合、高くなる。ESOT が、成熟するにつれて、高株価になるにつれて問題が大きくなる。さらに、高額報酬を得ている役員が同時期に退職する場合や ESOT に相当な株式数を所持する創業者がいる場合も同様で、ESOT が購入可能かの問題が生じる。この問題を解決するために、従業員を被保険者にして生命保険契約を締結し、信託資金を保険料に当てることが考えられる。I. R. S. (内国歳入庁) は偶発的な被保険者利益は、保険料が、各参加者勘定に帰属した額の 25% を越えない限り、ESOT で使用されてよいという判断を示した⁽¹⁾。

さらに、保険の有無にかかわらず、会社株式以外への投資、現預金の確保は、ERISA に定める目的、すなわち、「主として適格使用者証券に投資すること」に反しない限り、必要であると考えられている⁽²⁾。

この「主として」 primarily に関する規則は今のところ明らかでないが、実務家の多くは他の投資物の合理的な割合を 25% と考えている。さらに、この割合は、会社株式が一時的に、ESOT の買い入れに適さない場合、増加することも、やむを得ないとされている⁽³⁾。

(1) I. R. S., Technical Information Release 1413, Nov. 1974, F-9.

(2) ERISA, § 407 (d) (6) (A).

(3) Bushman, op cit., p. 6.

ただし、50% までは許されるとする者もある。W. R. Reum and S. M.

Reum, "Employee Stock Ownership Plan: Pluses and Minuses," Harvard Business Review, July-August 1976, p. 134.

さらに、ESOT の取得し得る自社株を、信託財産の30%に限る動きもあるようだ。

5 ESOP の目的と背景、批判

(a) ESOP の目的と背景

上述したように、ERISA は、ESOP の厳格な要件の多くを免除され⁽¹⁾、従業員に使用者たる会社の株式を所有せしめることを目的としている。ESOP を ERISA に取り入れるにあたっては、L. O. Kelso が長年にわたって唱えて来た、第二所得制度を、R. B. Long 上院議員が賛同し、議会で立法化を強く主張したことに負うところが多い。Kelso の主張は、しばしば、その難解さからか、神の啓示、あるいは、アメリカ人から見た針治療に譬えられる⁽²⁾。今、ここで私が批評し得べくもないが、彼は次のように云う。「従来の経済学者、すなわちアダム・スミス派経済学者、マルキスト、ケインジアンをして、世界の産物の分配につき、反生産的な方法に導びくのは『必要主義』であり、完全雇用こそがその誤れるスローガンである。」「社会の真の目的は、すべての人々、あるいは、一家の働き手が完全雇用されることではなく、単なる生活を超える、全般的な豊かさを求めて、最適条件で主要な工業施設を動かし、成長させるのに必要な範囲で個人々人を雇用することである。」「完全雇用を財の分配の唯一の解決としたことによって生じた、ひずみ、たとえば、ばらまき福祉、水増雇用、余分な軍隊等をなくし、『資本による所得』——それは現在、少数の人々が占めているものであるが——を個人の労働に応じて、彼に分配すべきである⁽³⁾」と。

ESOP が奨励される背景には、1974—1985年にかけておよそ4兆5千億ドルの資金需要があり⁽⁴⁾⁽⁵⁾、ESOP を用いれば、株式資本調達、株式の偏在を助長することなしに達成せられると期待する向きもある⁽⁶⁾。

- (1) これは、改正の目的と正反対な規定を ERISA が認めたと言える。D. B. Carlson, "ESOP and Universal Capitalism," Tax Law Review, Vol. 31 No. 3, p. 300, Spring 1976.
- (2) Charles G. Burck, "There's More to ESOP Than Meets the Eye," Fortune, March 1976, p. 128.
- (3) Kelso & Hettter, How to Turn Eighty Million Workers into Capitalist on Borrowed Money 18-37. その他, Kelso & Adler, The Capitalist Manifesto.
- (4) U. S. News & World Rep., May 27, 1974, pp. 22-23.
- (5) インベストメント, 1979, 2月, p. 93 参照。
- (6) C. A. Pillsbury, Note, Employee Stock Ownership Plan: A Step Toward Democratic Capitalism 55 Boston Univ. L. Rev. No. 2 p. 223.

(b) ESOT に対する批判

ESOT 促進論者は、ESOT によって株式の流通量が拡大されることから利益を得るのは投資銀行や、金融コンサルタントだけである、といった批難⁽¹⁾を別にしても、次のような批判が、ESOT に対してなされている⁽²⁾。

- (1) ESOP は信託財産を単一の会社株式へ集中することを避け難い。
- (2) 使用者たる会社の株式は、従業員の信託にとって特に他の投資物との均衡がとれていない場合、望ましい投資対象でない。
- (3) 投資のポートフォリオの柔軟性に欠ける。
- (4) ESOP の財政的運命は雇用者たる企業の成功に二重にかかわっており、事業の失敗は、従業員の失業と経済的損失を同時にもたらす。
- (5) 信託受託者や支配株主に、ESOT を従業員利益に反する方法で利用、操作したいという邪心を起させやすい。

(6) 株式価値の希釈

また、ESOT 促進論者からは出損額が当該会社の総報酬に対する比率で定まることから、資本集約的企業に適した制度にもかかわらず労働集約的企業の方がより多く資本調達が可能であるという状態が生じることを批判している⁽³⁾。

また P. F. ドラッカーは、その近著で、ESOT を昔からある産業民主主義の焼直しと断じ、これが労使協調にさえ役立たないことを指摘する。さらに、現存する年金制度が、ESOP に伴う経済的な欠点を避けつつ、全体として株式保有という目的を達してしまっており、Kelso はこの事実気付いていないと批判している⁽⁴⁾。

- (1) B. W. Teague, "In Review of the ESOP Table," The Conference Board Record, Feb. 1976, vol. XIII, No. 2, p. 10.
- (2) W. R. Reum & S. M. Reum, op. cit., D. B. Carlson, op. cit., p. 289.
- (3) C. A. Pillsbury, op. cit., p. 225.
- (4) P. F. Drucker, The Unseen Revolution : How Pension Fund Socialism Come to America. 佐々木実智男, 上田惇生訳, 『見えざる革命』参照。

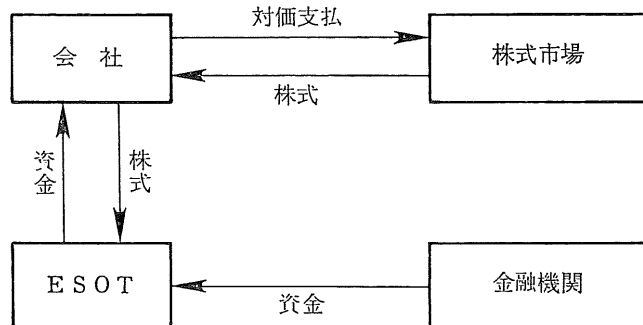
6 ESOT の利用方法

ESOT には、次の三つの潜在的利用方法があるといわれている。

まず第一に、会社は、ESOT を通じて、株式市場にある自社の株式をテnder オファーすることである。図2で示される。この場合会社にとっては法人税控除を得られる資金で流通する株式数を削減できる。

しかし、テnder オファーをする場合、一定の株式数確保のため、市場価格を超すプレミアムを付けることが行われるが、これは、ERISA に規定された

図2 テnder オファー

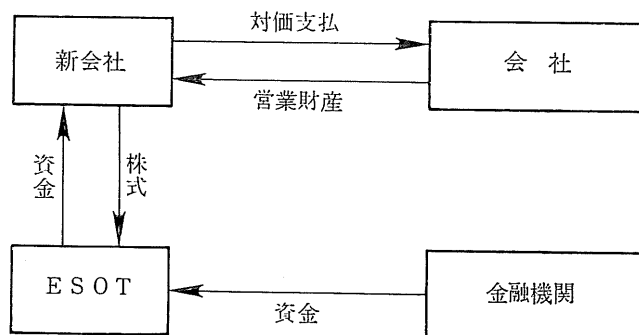


「適切な対価」⁽¹⁾ 要件を上回る値になり，また慎重原則がこの要件を含むと考えるならば，同原則にも反する。

また委任状争奪戦をしたり，株式公開買付に対抗するために ESOT が利用される場合，または，あらかじめ経営者に有利な判断を行なう株主を作るためになされる場合は，ERISA の受託者義務に反する。テンダーオファーの実例として，E-Systems, Inc. が行なったものがある。この会社は 40 万株をテンダーオファーした。Notice of Annual meeting of Stockholders April 4, 1974 によれば次のような和解事件が生じた。会社の一株主が ESOT による 40 万株の買い入れを永久に差止めることを求める訴訟を起した。このテンダーオファーが会社の取締役，役員の共同謀議 (alleged conspiracy) を構成し，会社の支配を得る目的で財産を横領するものであると主張した。和解によれば会社内の個人，取締役，役員，従業員，代理人は，すべて善意で行動し，会社の最善の利益であると信じたことに合理性があったこと，fraud, 不誠実，過失，職権乱用がなかったことを認めたが，こんご，5 年間，テンダーオファーする場合，まず公認会計士に意見を聞き，それを株主に提示し，もしその意見が会社の財務状態を害しないなら許されることとなった。

次に企業分割や従属会社の分離にも ESOT が用いられる。図 3 で示される，核になる会社が設立され，そして新会社が ESOP を採用する。ESOT は金融機関から資金を借り入れ，これを，新会社株式に投資する。新会社は，この資金を，分割する会社資産購入のために使う。

図 3 分離 (divestiture)



この場合、分割資産の評価が適切でなければならない。また、新会社は ESOT のローン保証をするので、相当の収益予測が必要であり、さらに、合理的な期間内に信託の負債を返済するために、従業員の給与が適切な量であるという必要がある。

次に閉鎖会社に ESOT を用いると、株主のエステートプランニング⁽²⁾（財産計画）に役立つと云われている。株主が会社へ株式を売却すると、それは株式償還として取り扱われ、普通所得税率で売却代金に課税される⁽³⁾。これに対して ESOT が取得する場合、独立した法主体によって取得されることから、キャピタルゲインの取扱いを受ける⁽⁴⁾。

(1) ERISA, § 3(18) (A) (i).

(2) 一般的には海原文雄「アメリカの財産計画における信託の利用」信託88号, 91号, 92号, 94号参照。

(3) Int. Rev. Code of 1954, § 302 (d).

(4) 上杉栄市「アメリカにおけるキャピタルゲイン税」日本大学経済学部創設七十周年記念論文集, 経済集志44巻第3.4別号合併号, 1947, 10参照。

7 ESOP と議決権

一般的に ERISA は ESOT によって取得、所有される雇主株式の種類を制限していない。同法 §§ 407 (d) (5), (e) によれば適格使用者証券とは株式と市場性ある obligation と定めている。しかし通商法の適用を受けようとする ESOT の場合、同法 § 273 (f) (5) (C) は「適格使用者証券は、受取人たる会社又はその親会社子会社の発行する普通株で、発行会社の他の普通株の持つ議決権と配当請求権と同等の、議決権と配当請求権を持ち、株式が計画勘定に帰属するとその参加者に議決権が行使され得るもの。」と定めている。

同法は大統領に、貿易障害を減少させる協定を締結する、広範な権限を与え⁽¹⁾、輸入によって悪影響をうけた団体の救済を目的としている⁽²⁾。

同法が ESOP 規定を含ませる理由は、ESOP を「労使及び合衆国の経済に

重要な利益を持たらず 金融上の革新的技術である⁽³⁾。」と考えていることによる。

また減税法は 301 条 (d) (5) で次のように定める。「制度は参加者各々が自己の勘定に帰属された使用者証券の議決権行使をできる様、制度に対して指図する権限が与えられていなければならない」と。この要件を満たせば、通常の投資税額控除10%にさらに 1 %が上乘せされる（なおこの減税法の恒久化改正法が議会を通過した。日経 51. 8. 7. タ p.1）。

現在、通商法と減税法の適用を受けない ESOP の議決権が問題となる。

参加者の幅広い議決権行使を望む考え方は以下のものである。もし、従業員が ESOP による株式所有の危険を負担するなら、彼らはその所有に伴う諸事に発言権が与えられるべきである。ESOP に議決権のある株式を売却することは、会社部門 corporate sector に労働者参加を増加させるという目的の第一歩として必要である。財務省は ESOP についての I. R. C. の定義を敷衍する権限により、ESOP に許される使用者株式の種類を指定する権限を持つ故に、議決権ある普通株式以外の他の種類の使用者株式を取得することを禁ずる規則を定めよ、と主張している⁽⁴⁾。具体的には上述の通商法の如く、参加者の指図を定めることである。これは pass-through 議決権⁽⁵⁾と呼ばれている。さらに、ESOP が、従業員によって選任された委員で構成する諮問委員会を設立することである。この委員会に、pass-through 議決権制度で従業員によって行使されなかった議決権につき、受託者に指図させようとする。しかし、既存の ESOP の多くは、すでに、このような委員会を置いているが、その委員会構成員は、たいてい会社の取締役会によって任命されている⁽⁶⁾。そして実務界もこの問題に冷やかな反応を示している。曰く⁽⁷⁾、議決権は所有に必要なものではない。議決権支配が委員会にあることには、有力な論拠があるだろうが、状況は、各々、別々に考えられるべきである。ただ、委員会の従業員代表は当を得た方法であるが、単に従業員の利益に行動することに固執することは、傲慢な考えである。受託者は委員会に対する議決権指図が、ERISA で定められている「適切な指図」⁽⁸⁾になるようにしなければならない、と。

- (1) Pub. Law 93-618, §§ 101-02, 105.
- (2) Id. § 271-74.
- (3) S. Rep. N 9-31298, 55 Boston University Law Review, 220.
- (4) 55 Boston University Law Review 221.
- (5) Pass-through 議決権については、平田伊和男「株式の相互保有と議決権」香川大学経済論叢36巻5号、56頁以下参照。
- (6) Ronald M. Bushman “The Employee Stock Ownership Plan: A Unique Form of Corporate Financing,” 113 Trusts & Estates 582 (1974).
- (7) Ronald M. Bushman “Employee Stock Ownership Plan: A Trustee’s Perspective,” p. 15.
- (8) ERISA, § 403 (a) (1). (1974 U. S. Code Cong. & Ad. News No. 8A, pp. 58, 59.)

8 議決権の実際

E-SYSTEMS, INC. の従業員持株制度⁽¹⁾によれば、(a) 株主総会の前に、受託者は会社株式を自己勘定に入れているすべての参加者に委任状勧誘を行い、返信用書面を同封する。参加者勘定に権利付与された株式がある場合、彼はその株式につき議決権行使の指図をし、それを受けて受託者は議決権行使をする。もし株主総会招集日の5日前までに、受託者が指図を受けない場合、信託管理委員会が指図して、受託者が議決権行使する。

(b) 未だ権利付与されていない株式はすべて、信託管理委員会の指図により、受託者が議決権行使する。

STEIGER TRACTOR, INC. の ESOP⁽²⁾によれば、次のように定めている。

受託者は委員会が指図する方法、日時に、信託財産の一部である会社株式につき議決権を行使する。しかし信託債務の保証として、質権が設定されている株式の議決権については信託によって契約がなされている故、それによる。受託者が議決権行使できる株式につき適宜の指図を委員会が行わない場合、または行うのを拒絶する場合、受託者は、その株式につき議決権行使をしてはなら

ない。

最後に SOUTH BEND LATHE, INC. ESOP⁽⁹⁾ は次のように取扱っている。

権利付与された株式については、ESOP 委員会が委任状勧誘を行い、従業員の指図に従って受託者に行使させる。総会の日前までに指図を受けない時は、ESOP 委員会が指図する。帰属していない株式、権利付与されていない株式は ESOT 委員会独自の判断で受託者に指図する。

- (1) E-SYSTEMS, INC. notice of annual meeting of stockholders, April 4, 1974. EXHIBIT A, p. 17, Sec. 10.
- (2) Partners in Progress, STEIGER TRACTOR, INC. Sec. 10.
- (3) South Bend Lathe, Inc. Employee Stock Ownership Plan. Participants Handbook, April 1976.

9 おわりに

米国において ESOT が上述のような、種々の問題を含みつつ、1975 年末までに、約 375 が設定された。「資本」参加が、比較的、穏やかに行われつつあることは、ESOT の運営を今後、長期にわたって観察していく必要があることを意味しよう。

我国における投資減税が、今日問題となっているが、従業員持株制度採用会社に、追加的税額控除を求める動きはない。我国における投資減税制度そのものが、採用されようとしているところ故、将来の問題になろう⁽¹⁾。

さらに、現在、一般の企業年金では、10%の株式運用がなされ得るようだ⁽²⁾。年金制度が、将来、従業員持株制度をとり入れる可能性があるかは、わからないが、企業年金や退職金資金の不足⁽³⁾のため、実現せざるを得ない状況が生じることとも予想される⁽⁴⁾。この時には、無原則な従業員持株制度がとられることになってはならないと考える。

我国における従業員持株信託の法的性格は、信託業法施行細則第2条の、金

銭信託以外の金銭の信託、あるいは、この金外信託と、管理有価証券信託との併用と理解され、株式の買入れは、普通、毎月一定額ずつ追加信託される資金で機械的に買い付け、受託者は自らの判断で買い付けの数量、時期等を決める裁量権を持たない。従業員持株信託を財産形成に重点を置いた信託と考えられている⁽⁵⁾以上、当然といえる⁽⁶⁾。しかし、さらに従業員の「資本」参加の問題として従業員持株信託をとらえる時、取得し得る会社株式の種類を制限し、信託運営に柔軟性を与え、より積極的な奨励策が取られる余地はある。

なるほど、他の参加制度と同様、従業員持株制度が、従業員の経営判断への意欲を確保できるかは疑わしい⁽⁸⁾。しかし、米国のBrooks Camera Inc. の例、あるいは、我国の従業員持株制度採用会社のうち、持株会が、上位株主として掲げられているところ⁽⁹⁾での、今後の企業運営には興味もたれるところである。

- (1) 日経 S. 51. 8. 金, 夕, 「十字路」『米投資税控除』の効きめ。日経 S. 52. 12. 21. 水, 朝, p.5, 政府税調答申参照。
- (2) 日経。S. 51. 8. 6. p.1.
- (3) A. F. Ehrbar, "Those Pension Plans Are Even Weaker Than You Think," Fortune, Nov. 1977, p.104.
- (4) 日経 S. 51. 8. 17. 夕, 「十字路」参照。
- (5) 松本暢一「従業員持株信託」商事法務研究 No. 492, p. 2.
- (6) 大友健児「従業員持株制度論」静岡大学法経研究23巻2, 3, 4号, 1975年3月。
は、我国の経済的基盤の変化を重視し、従業員持株制度は財産形成に役立て得るとみている。
- (7) Blumberg, Corporate Social Responsibility Panel, 28 Bus Law. 187.
- (8) Id. at. 189, 190.
- (9) 商事法務 No. 785, p. 20.

(滋賀大学経済短期大学部助手)