

## ESOPと買収防衛策

制度調査部  
横山 淳

## 【要約】

ESOPとは、従業員自身が勤務する会社の株式に対する投資を主な目的とする米国の退職給付制度である。

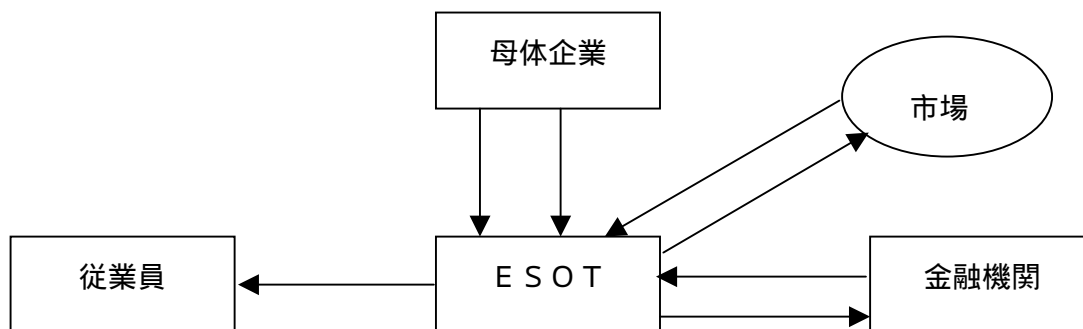
昨今のM&Aに対する関心の高まりを背景に、ESOPを買収防衛策として活用できないかという意見をよく耳にする。

しかし、ESOPは退職給付制度として受託者責任が課せられる以上、一部で期待されているような絶対的な安定株主の役割を期待するべきではないだろう。

## ESOPとは？

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) とは、従業員自身が勤務する会社の株式に対する投資を主な目的とする米国の退職給付制度である。具体的なスキームは次の通りである。なお、末尾に、全米従業員持株センター (NCEO) による ESOP の基礎データを掲載した。

## 【ESOPのイメージ】



母体となる企業が、新株発行、自己株式抛却、資金抛却などにより、信託形態のESOT (Employee Stock Ownership Trust) を設立する。

ESOTは、母体企業から抛却を受けたその企業の株式などを担保として、金融機関から資金の借入れを行うことができる。

ESOTは、抛却された資金や、借り入れた資金により、更に、母体となる企業の株式を買い増す。購入した母体企業の株式は (借入金によって購入した場合は、借入金の返済後)、構成員である従業員の口座に割り当てる。

従業員は、口座に配分された株式 (又は株式を換金した金額) について、退職時に一括又は分割して給付される。

わが国における従業員持株会とも類似しているが、以下の点で大きく異なっている。

資金等の拠出を行うのが専ら企業である。

ESOT 自身が借入れを行うことができる。

退職給付制度である。

## ESOP と買収防衛策

ESOP を巡っては、退職給付制度の選択肢の拡大や、従業員による自社株式保有の促進などの観点から、わが国にも導入すべきとの議論が古くからある。ただ、ここ最近では、M&A に対する関心の高まりを背景に、専ら買収防衛策として ESOP を活用できないかという意見をよく耳にする。

これは、おそらく、実質的に会社が拠出した資金等によって運営される ESOP が、その会社自身の株式を取得することにより、常時、経営陣に味方する「絶対的な安定株主」を確保できるとの考えによるものであろう。

しかし、果たしてこのような買収防衛策として ESOP を利用することが可能なかどうかを検討してみる。なお、ここで検討するのは ESOP を買収防衛策として利用することの可否であって、ESOP 本来の役割である退職給付制度としてわが国に導入することの可否を論じるものではないことを最初にお断りしておく。

ESOP をわが国に実際に導入することは、現状、例えば、次のような法制上の制約があり、実際には難しい。

商法……自己株式取得規制など

証券取引法……インサイダー取引規制など

労働法……給与の現物支給禁止など

税法……拠出金の損金算入など

もちろん、これらの法制上の制約については、法律や政省令を改正すれば、ある程度、解決することは可能であろう。しかし、仮に法令改正を実施したとしても、M&A 防衛策として見た場合、ESOP には次のような問題点がある。

ESOP は退職給付制度である。そのため、ESOP には、一般の退職給付基金と同様に、専ら構成員の利益のために義務を履行しなければならないという、受託者責任が課されている。

従って、例えば、敵対的買収者が市場価格を大きく上回る買付価格での TOB を実施している場合に、ESOP が「TOB には一切応じない」という頑なな姿勢をとることや、無批判に現経営陣に味方して株式を買い増す行為は、受託者責任に違反すると判断されかねない。

加えて、ESOP が保有する株式の議決権についても、受託者責任に基づけば、専ら構成員の利益となるように行使しなければならない。

つまり、現経営陣よりも敵対的買収者の提案の方が企業価値に合致するようならば、敵対的買

収者側の提案に賛成票を投じるべき性質のものなのである<sup>1</sup>。米国でも、原則として、ESOP の議決権行使は、構成員 (= 従業員) 自身の意思を直接反映させるか (議決権のパススルー)、又は、( 経営陣ではなく ) 構成員の利益を最大化するように行わなければならないと解されている。

これは、個々の従業員の口座に割り当てられた株式についてだけでなく、個別の口座に配分される前の仮勘定に割り当てられている株式についても、経営陣の勝手にできないことは同様である。

前述の通り、ESOP は金融機関からの借入金を原資に、母体となる企業の株式を購入することができる。この借入金で購入した株式については、一旦、仮勘定に割り当てられ、返済が終わったものから各従業員に配分されるのである。

この仮勘定にある株式については、実質的に自己株式と同等とも考えられることから、議決権を認めるべきか否かについて疑問が残るところである。ただ、少なくとも、ESOP の受託者が厳格に受託者責任を果たすこと、つまり、現経営陣ではなく、構成員の利益を最大化するように議決権行使を行うことが、仮勘定にある株式に議決権を認める大前提であることに異論はないだろう<sup>2</sup>。

以上の点を踏まえれば、専ら M&A 防衛策として ESOP を活用することの問題点は明らかだろう。

確かに、誰の眼から見ても企業価値を損なうような性質の敵対的 M&A の提案に対しては ESOP も反対票を投じるだろう。また、従業員というステークホルダーを企業価値や M&A の判断に参加させるという機能は果たすかもしれない。

しかし、ESOP に受託者責任が課される限り、それ以上の M&A 防衛機能を有するとは考えられない。まして、常時、経営陣に味方する「絶対的な安定株主」としての役割を ESOP に期待すべきではないだろう。

---

<sup>1</sup> 加えて、実質的に会社の資金負担又は債務保証で購入した自社株式に、商法 (又は新「会社法」) 上、果たして議決権が認められるのか、という点も大きな問題となるだろう。議決権が認められるためには、ESOP がかなり厳格に会社又は経営陣から独立していることが要求される可能性もあるだろう。この場合、ESOP が経営陣の思惑通りに議決権行使をする可能性は更に低くなることになる。

<sup>2</sup> 例えば、藤瀬裕司・澤村泰介・沼波宏一・本多知則「シンセティック ESOP の概要とその可能性」( 商事法務 No.1734 ) p.16 は、仮勘定にある株式の議決権は停止されないとの見解を示しているが、その前提として「厳格な信認義務を負っていること」を挙げている。David Johanson “Voting Unallocated ESOP Shares” (1995) は、ESOP の構成員 (= 従業員) 自身が ( 仮勘定の株式についても ) 権利行使を行うべきとの立場から議決権を容認している。

**(参考) NCEOによる米国におけるESOPの基礎データ****【ESOPの総数と参加者】**

総数：約 1,150

参加従業員数：約 1,000 万人 (2005 年 3 月時点 NCEO 推計)

## 年次推移

(単位：件)

年	1975	1980	1990	1993	1996	1999	2005
総数	1,600	4,000	8,080	9,225	10,670	11,400	11,500

(単位：千人)

年	1975	1980	1990	1993	1996	1999	2005
参加者	248	3,100	5,000	7,500	8,700	8,500	10,000

(原注)適格 ESOP だけでなく、厳密には ESOP には該当しない(従って、借入を行うことができない(nonleveraged))が、主として自社株式に対して投資を行って、それによる収益を分配しているものを含んでいる。

**【ESOPの資産総額】**

資産総額：5,000 億ドル以上 (2005 年 3 月時点 NCEO 推計)

## 年次推移

(単位：10 億ドル)

年	1990	1994	1995	1998	2001	2005
資産総額	133	184	226	350	400	500

(出所) 米国労働省統計を基に NCEO 推計

**【ESOPの持株比率、401(k)、ストック・オプションとの比較】**

持株比率	0-10%	11-30%	31-50%	51-100%
ESOP (非公開会社)	20%	20%	30%	30%
ESOP (公開会社)	62%	34%	3%	1%
401(k)	85%	10%	5%	0%
ストック・オプション	32%	65%	3%	0%

(出所) 1990～1998 年の各種統計を基に NCEO 作成

(原注)ストック・オプションについては、オプションに対応したものの社外株式総数に対する割合を概算したものである。