

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——

瀬 谷 ゆ り 子

1. はじめに
2. 日本版 ESOP の概要
3. 従業員持株会・会社間の会社法上の問題点
4. ビークル（受け皿）・会社間における会社法上の問題点
5. 日本版 ESOP についての金融商品取引法上の問題点
6. おわりに

1. は じ め に

わが国では、自社株式を活用した従業員が勤務先企業の株式を保有する制度として、企業の公開・非公開を問わず、従業員持株制度が広く普及している。その過程で、会社法上の問題が裁判で争われ、制度の精査が行われてきている¹⁾。また、金融商品取引法における規制との関係で生じた諸問題点については、政令等の改正で対処されてきた²⁾。これに対して、近時、いわゆる日本版 ESOP と言われる制度が、実務が先行する形で企業から関心を持たれ、実際に導入する企業も増えてきているという。従業員による導入企業の株式保有制度であるが、その仕組みは従来から利用されている従業員持株制度とは異なるものである。そのために、新たな会社法や金融商品取引法にかかる問題点も指摘されている。

本稿では、従来からの従業員持株制度を基礎に、新たな仕組みとしての日本版 ESOP について法的な問題点を検討するものである。

2. 日本版 ESOP の概要

日本版 ESOP とは、2008（平成20）年に経済産業省におかれた検討会が公表した「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」から、「信託や中間法人といったビークルが、会社からの拠出金や金融機関からの借入等を利用して、将来従業員に付与する株式を一括して取得し、当該株式を一定期間保有したあとに従業員に付与する新たな自社株式保有スキーム」

1) 後述、熊谷組事件参照。

2) 例えば、インサイダー取引との関係では、金商法166条6項8号、有価証券の取引等々の規制に関する内閣府令59条1項4号など。

キーワード：日本版 ESOP、従業員持株会、信託

として、一般に認識されている³⁾。もっともアメリカでは、自社の株式を従業員に分配する ESOP (Employee Stock Ownership Plan) という退職給付制度が普及しており、これに習ってわが国で新たに従業員による持株プランが設計され、その導入を行う企業が増えている、とされる⁴⁾。

日本版 ESOP は、信託や一般社団などのビークル (受け皿) を用いて自社の株式を従業員に取得させる、あるいは従来から用いられてきた従業員持株制度を補完する設計で、その目的は、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上を図るものであるとされる。もっとも、会社側においては、安定株主の確保、株価対策としての現実的な機能が期待されるほか、この制度を用いれば、株式の相互保有のように、保有株式の下落に伴う減損処理によって収益が圧迫されるということもないという利点がある、とも言われる⁵⁾。

いわゆる日本版 ESOP は、次のように大別して2つの類型が提示されている。一つは、ビークル (受け皿) を設定し、それが保有する株式を従業員持株会に供給する方式、すなわち従来からの従業員持株会の活性化を図るというもので、もう一つは、会社がビークル (受け皿) を設定し、それに取得させた株式を退職従業員等に無償交付をする方式である。

(1) 従業員持株会連携型 ESOP

従業員持株会が組み入れられているこのタイプの ESOP は、従業員持株制度の安定的な運用が主目的にある。従来の従業員持株制度においては、従業員の財産形成の促進、会社との共同意識を高めることにより勤労意欲を向上させる、会社との長期的な関係を維持する従業員株主を育成するなどの目的・効果が挙げられている。しかし株式取得は、従業員自身が負担する少額の拠出金を原資にすることから、持株会としての株式保有割合はあまり増加せず、上場会社の従業員持株会であれば、市場から定期的に株式を買い付ける形をとっているため、取得株数や価額の点で安定的な取得ができない場合があるほか、市場での流通量が減少し市場価額に影響するといった弊害への懸念も指摘されていた⁶⁾。

これに対して従業員持株会連携型の ESOP は、その定期的な買付先として、新たに運営主体となる専用のビークル (受け皿) を設け、それが一括して導入企業の株式を取得しておくので、従業員持株制度の安定的な運用が可能となるというメリットがある。なお、専用のビークル (受け皿) として、「信託」を用いるか「一般社団」を用いるかは導入企業の選択による⁷⁾。導入企業の多くが利用している「信託」を用いた場合の制度の概要は以下の通り

3) 田中明夫「経済産業省『新たな自社株式保有スキーム検討会』報告書の概要—日本版 ESOP の導入に向けて」商事法務1852号17頁 (2008)。

4) アメリカの制度との比較研究には、石田真『『日本版 ESOP』と米国の ESOP との構造比較—制度設計の違いを中心に—』富大経済論集55巻3号1頁 (2010)。

5) 新谷勝「日本版 ESOP の仕組みと法的留意点」銀行法務214頁 (2009)。

6) 片木晴彦「信託利用型従業員持株インセンティブ・プラン」商事法務1814号13頁 (2007)。

7) 既に設定している企業によっては、旧中間法人法の時代に設立された「中間法人」を利用している場合もある。新たに設立するのであれば、「一般社団法人法」(平成18年法律48号)によることになる。

である。

- ①導入企業が委託者となって、信託銀行等を受託者、一定の要件を充たした持株会の会員を受益者とする信託（従業員持株信託）を設定し、信託費用を賄うための財産を拠出する。
- ②従業員持株信託は、信託期間内に従業員持株会が取得する導入企業株式を見積もり、株式の取得に必要な資金を金融機関から借り入れる。
- ③導入企業は、貸付金融機関との間で保証契約を締結し、従業員持株信託は導入企業に保証料を支払う。
- ④従業員持株信託は、一括してまたは一定期間内に、導入企業から募集株式の発行等（新株発行あるいは自己株式の処分）を受け、または市場から時価で導入企業株式を取得する。
- ⑤従業員持株会は、従業員持株信託から定期的に時価で導入企業株式を買付ける。従業員持株信託は、持株会から支払われた代金および保有株式に対する配当金を原資に、貸付金融機関への返済を行う。

この方式では、従業員持株会の株式取得の対価は、従業員が持株会会員として拠出しているという点が後述の株式給付型とは異なる。導入企業が、ピークル（受け皿）の株式取得代金の借入れに対して保証したり、持株会への奨励金等を支出したりすることはあっても、従業員が無償で株式を取得する仕組みではない。

信託を利用する場合でも、信託法の下で、信託期間中、導入企業は、従業員持株信託に関して、信託財産の管理・処分権限はなく、受託者に対する指図権・受益権等の権利は有しないものとする設計が可能である（信託法145条1項）。これにより、ピークル（受け皿）が導入企業からの独立性を確保できるとされる。

なお、持株会への譲渡価格は譲渡時の時価とされているため、その都度、従業員持株信託には差損益が生ずることになる。信託終了時に差損益は確定することになるが、株価が下落したために持株会への売却代金で貸付金の返済を賄えなくなった場合には、導入企業が保証契約の履行として、借入金の一部を弁済することになり、受益者が株価下落のリスクを負わない仕組みがとられている。一方、株価の値上がりで残余財産が生じている場合には、受益者の利益とされる。

(2) 株式給付型 ESOP

「株式給付型」は、専用のピークル（受け皿）を通じて従業員に自社株式を給付するもので、自社株式を活用して従業員に対する報酬制度の拡充を図る目的を有するものである。このタイプでは、ピークル（受け皿）には、通常、信託が利用されるが、このピークル（受け皿）が従業員に給付する株式をどのように取得するかは、導入企業により異なる。一つは、導入企業が取得資金を直接ピークル（受け皿）に拠出する方式で、信託を受けた信託銀行が

それにより将来分も含めて株式を一括取得し、一定の要件を充たす従業員に無償で交付する方式である⁸⁾。ピークル（受け皿）が株式を取得する手段としては、ピークル（受け皿）が導入企業から新株や自己株式の割当てを受けるほか、市場から購入することもありうる。

もう一つは、導入企業が取得条項付新株予約権を信託銀行に発行する方式である。導入企業からの直接の資金拠出ではなく、導入企業が取得条項を発動しピークル（受け皿）の新株予約権を取得してその対価として自己株式を無償交付するという形をとり、この株式が、あらかじめ定めた内規に基づいて、ピークル（受け皿）から従業員に給付されるというものである。

この制度の導入には、優秀な人材の獲得・確保のため、会社の経営計画やプロジェクト達成に向けたインセンティブ付与や従業員の貢献に報いるため、さらには会社の経営方針やコーポレート・ガバナンス強化策を対外的にアピールするなどとされる⁹⁾。したがって受益者となる対象は、従業員持株会の加入者というような限定はなく、導入企業が定める従業員ということになる。

3. 従業員持株会・会社間の会社法上の問題点

(1) 従業員持株制度と日本版 ESOP

従業員持株制度は従業員が自社の株式を保有する制度として、上場会社に限定されず非上場会社も含めて、すでに広く普及している。一般に、従業員の財産形成・勤労意欲等を目的として、会社が自社さらにはその子会社も含めた従業員に自社株を所有させるものである。持株会の会員となった従業員が給与や賞与から積み立てた資金に、会社が拠出した奨励金を併せて、持株会が会社の株式を買付け、その株式を会員である従業員に配分するものである。会社から従業員が株式を取得するための具体的な仕組みは会社ごとに異なるが¹⁰⁾、会社は株式取得のために、経済的な利益を与えているのが普通である。

日本版 ESOP のうち従業員持株会連携型 ESOP は、従来から存在する従業員持株制度の安定を図り発展させたものにとらえることができ、現在、導入企業の多くがこれによっていとされる。この従業員持株会連携型 ESOP では、ピークル（受け皿）が一括取得した株式が、定期的に、従業員持株会へ譲渡されるという手法である。この方法によれば、将来従業員持株会に売り渡すべき株式をピークル（受け皿）が確保しているので、

- ①従業員に供給するための株式は、従来の方法より安定的な供給が期待でき、
- ②従業員は、ピークル（受け皿）にある株式についても、ピークル（受け皿）を通じた議

8) アメリカの ESOP では、エリサ法（Employee Retirement Income Security Act 1974＝ERISA 法）に基づき退職給付制度と位置づけられているが、わが国では対象を退職従業員に限定せず、在職中に給付する場合もありうる。

9) 内ヶ崎茂「株式報酬インセンティブ・プランの制度設計と法的考察」商事法務1985号35頁（2012）。

10) 証券会社方式のもの、信託会社方式のものがある。日本証券業協会の「持株制度に関するガイドライン」によれば、従業員持株会とは、「会社の従業員が、当該会社の株式を取得することを目的として運営する組織」と定義付けされている。

決権行使ができ、その限りで従来の持株会の場合より行使できる議決権数が増加する。

したがって、経営参加の機会が増し、コーポレート・ガバナンスとしても意味があり、

③従業員持株信託による自社株式取得時から信託終了時までの期間における株価上昇による利益等を従業員が受けることができるので、インセンティブ効果が期待できる、などの利点があるとされる。

しかし、従業員持株会連携型 ESOP では、導入企業から従業員株主への資金拠出が行われると考えられるため、利益供与の問題はそのまま残る。そこで、会社法上の問題点として、まず裁判で争われた利益供与禁止規定（昭和56年改正商法294条ノ2，現行会社法120条）に該当するか、について再度検討しておくこととする¹¹⁾。

(2) 熊谷組事件 福井地判昭和60年3月29日金判720号40頁

【事実】訴外A会社（熊谷組）および子会社では、従業員の財産形成、会員と会社との共同体意識の高揚を図る目的で、その従業員を会員として、月掛け積立によりA社の株式を取得するB持株会が結成されていた。そして会社は、従業員の福利厚生の一環として、同会に対し、一定の割合の金員および会員の取扱証券会社に対する事務委託手数料相当額を奨励金として支出している。

これに対して、A会社の株主である原告Xは、A会社が、同社の大株主であるB持株会に対して出捐している奨励金は、会社取締役らの安定株主工作の趣旨で行なわれたもので、商法294条の2（現行会社法120条）にいう株主の権利行使に関する財産上の利益供与に該当するとして、会社役員らに対し右金員の返還を求める代表訴訟と、以後の利益供与の中止を求める訴えを提起した。

【判旨】

「A社の支出した金3475万0250円は、特定の株主である持株会の会員に対して無償で提供されたものであるから、商法294条ノ2第2項前段により、株主の権利行使に関して供与されたものと推定される。」

「従業員が持株会への入退会をするにつき特段の制限はなく、また取得株式の議決権行使についても、制度上は各会員の独立性が確保されており、更に、持株会の役員を選出方法を含め熊谷組の取締役らの意思を持株会会員の有する議決権行使に反映させる方法は制度上なく、会員は、保有株式数が一定限度を超えた場合にはその超えた株式を自由に処分することが認められている上、前示争いのない奨励金の額又は割合も、前示規約等のいう趣旨ないし目的以外の何らかの他の目的を有するほどのものではないと認めるのが相当である。… 以上の認定判断によれば、熊谷組が持株会会員に対してなす奨励金の支払いは、被告主張のとおり、

11) その他に、閉鎖会社における持株会制度に関しては、退職従業員の株式譲渡義務に関しその適法性が争われた訴訟があり（例えば、最判平成7.4.25集民175.91，最判平成21.2.17判時2038号144頁）、会社法上の問題となっているが、本稿では扱わないこととする。

従業員に対する福利厚生の一環等の目的をもってしたものとするのが相当であるから、右は、株主の権利行使に関してなしたものと前記推定は覆るものと言うべきである。」

「なお、原告は、奨励金の支出は株主平等原則に反するものとも主張するが、右のとおり、奨励金は株主たる地位に基づき支給するものではなく、熊谷組の従業員等の地位に基づき支給されるものというべきであるから、右主張も前提を欠き理由がない。」

1) 本判決の意義

従業員持株制度では、会社による何らかの資金補助が広く行われている。本件会社の持株制度では、制度参加従業員により民法上の組合として持株会が組織され、株式買付資金を積み立てるもので、株式の買付けは証券会社に委託し、株式の管理は持株会が行うという、いわゆる証券会社方式がとられていた。会社は従業員の株式購入資金に奨励金を支給し、証券会社に対する事務委託手数料相当額を負担するというものである。これが、昭和56年商法改正において制定された利益供与禁止規定（当時の商法294条ノ2、現行会社法120条）に該当するかという会社法上の問題点が争点となり、その点に関し裁判所により判断が示されたものとして意義を有するものである。

2) 利益供与に関する議論

従業員持株制度における会社の補助は、株主の権利行使に影響を与える趣旨が含まれていないから、利益供与の対象にならない、とする見解もある¹²⁾。しかし利益供与の禁止規定は、その対象が限定されているわけではない。持株会の会員たる従業員は「特定の株主」であり、したがって、会社から従業員株主に対する利益提供があれば、この要件に該当することになる¹³⁾。そして、特定の株主に対する無償または有償でも対価が著しく少ないときは、株主の権利行使に関して供与したものと推定される（会社法120条2項）。本件裁判所も、特定の株主（従業員株主）に対する無償の財産上の利益供与であるから、この推定規定が働くとした。

従業員持株制度の目的が、安定株主の形成ないしは経営者支配であるなら、持株会に対する奨励金等の支出は、会社法の禁止する利益供与と解される可能性が大きくなるし、そうであれば利益供与を行った取締役は善管注意義務・忠実義務に違反する疑いも生ずる。

これについて裁判所は、持株会の目的が従業員の財産形成と共同体意識の高揚であることを認め、規約に沿った持株会の運営がなされていること、最も重要な議決権行使は、制度上の独立性が確保されていること、保有株式数が一定限度を超えた場合、自由に処分することが認められること、奨励金の額および割合が相当であることを挙げて、推定を覆す根拠とした。しかし、持株会会員の議決権行使に関して実態上会社からの独立性に疑問を呈する見解

12) 稲葉威雄『改正会社法』184頁（金融財政事情、1982）、河本一郎「従業員持株会への奨励金と利益供与」商事法務1088号8頁（1986）。

13) 田中誠二「利益供与禁止規定の厳格化およびこの規定と従業員持株制度」商事法務1071号7頁（1986）、中村一彦「会社の従業員を会員とする持株会に対する奨励金の支出が商法294条ノ2に違反しないとされた事例」金判725号46頁（1985）、田村淳之介・ジュリスト昭和60年度重判解説102頁。

もあり¹⁴⁾、この点の如何によっては利益供与の禁止規定に違反する可能性は残されている¹⁵⁾。

3) 株主平等原則との関係

本件では、持株会会員に対する奨励金その他の便宜提供が株主平等原則に抵触しないかも問題となった。裁判所は、奨励金等の支出が株主たる地位に基づくものではなく、A会社の従業員等の地位に基づいて支給するものであるとして、株主平等原則に反しないとした。もつとも、本件持株会会員には、子会社の従業員も含まれている。本件では完全子会社であるが、従業員の地位というからには若干問題があろう¹⁶⁾。

4. ビークル（受け皿）・会社間における会社法上の問題点

日本版 ESOP は、制度設計の面で2つに大別できるが、共通する課題として、導入企業による資金的な援助ないしは出捐を受けたビークル（受け皿）と導入企業との法的関係を検討する必要がある。さらに、それぞれの目的に合わせた制度設計に伴い、会社法の規制への抵触が問題となりうる¹⁷⁾。

(1) ビークル（受け皿）と導入企業の関係 取得株式の議決権行使と支配権

ESOP の仕組みにおいて用いられるビークル（受け皿）が財産的だけでなく支配的にも導入企業からの独立性を確保されているかは、株式の帰属、議決権行使の判断にあたり、大きな問題となる。ビークル（受け皿）に帰属するとされる株式は、導入企業の経済的支援による取得であることから、この点の設計が不十分であると、後述のように、会社による自己株式の取得と判断されたり、議決権行使に関する利益供与の推定が働くなど、会社法上の規制を受けることになる。

そのため、会社法上の規制との関係では、拠出額の妥当性ととともに、株式の処分を含む株主権行使に関する権限、配当や売買差損益の帰属について着目する必要がある。まずビークル（受け皿）の代表者に会社または経営陣から独立した人物が選任されることが必要である。そして持株会が用いられる場合には、その代表者がビークル（受け皿）に対して、議決権行使に関する指図権を持つように設計されることを要する、とされている¹⁸⁾。

14) 中村一彦・前掲（注13）50頁。

15) 大和正史「従業員持株制度と利益供与禁止」商事法務999号4頁（1984）。

16) 早川勝「従業員の持株会に対する奨励金の支出と利益供与の禁止」京都産大法学20巻2=3号94頁（1986）。子会社従業員分については、子会社による支給とすべきであり、この点はESOPでも同様に考えられる。

17) 有吉尚哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応 [上]」商事法務1881号24頁以下（2009）、弥永真生「信託型従業員持株インセンティブ・プラン」『会社法の実践トピックス24』112頁以下（日本評論社、2009）、新谷勝『日本版 ESOP の法務』211頁以下（税務経理協会、2011）、太田洋監修『新しい持株会 設立・運営の実務—日本版 ESOP の登場を踏まえて』231頁以下（商事法務、2011）等参照。

18) 指図権を行使する持株会そのものも、議決権行使について個々の持株会会員の意向を反映するものであることを要するのは、従来の従業員持株会制度と同様である。なお、議決権行使のあり方について、太田洋「日本版 ESOP 導入に際しての実務上の留意点」商事法務1857号16頁（2009）参照。

なお、議決権行使は、受益者となるもの（従業員）の意思に応じて、賛成・反対の比率で議決権行使する不統一行使を用いる（会社法313条）、議決権行使助言業務を行う者と委託契約し、それによって信託管理人が議決権行使の指図を行う、さらには日本版 ESOP の目的の一つが充足できなくなるが、経営の中立性や信託の独立性から常に不行使とすることも考えられる。

(2) 従業員持株会連携型 ESOP の場合

1) 導入企業による財産の抛出等と利益供与の禁止規定

本スキームにおいて信託を用いる場合、制度導入にあたり、導入企業は、貸付金融機関との間で保証契約を締結し、信託費用を賄うための財産を抛出する。この段階では、従業員持株信託は、未だ導入企業の株式を取得していないため、「株主」の権利行使に関して利益供与がなされたと言うことにはならないように思われる。しかし、そもそも導入企業による従業員持株信託への財産の抛出は、従業員持株信託が導入企業の株式を取得することを前提としてなされるものであるから、「株主の権利行使」に関してなされたものと見なされる可能性がある。

現在普及している従業員持株制度においても、会社は、持株会に対して奨励金や諸費用の負担など、経済的利益を供与するのが一般的である。このような経済的利益の供与が、会社法の禁ずる株主の権利行使に対する利益供与禁止規定に触れるのではないかが問題となったことは、前述の通りである。もっとも、裁判では、奨励金の付与は、従業員の財産形成等の福利厚生が主目的であることが立証されれば、「株主の権利行使」に関してなされたものとの推定は覆る、とされている¹⁹⁾。また、持株会の制度・運営上、会員の議決権行使に対して会社が影響力を行使しうるか否かが、奨励金付与の主要目的が従業員の財産形成にあるか否かの判断に重要な影響を与えると解するのが多数説である²⁰⁾。

本スキームにおいても、その主目的は従業員の財産形成にあるとされており、従来からの従業員持株制度の場合と同じように考えることができよう。しかし、会社による資金提供が、従業員持株会に対する奨励金という形でも行われているなら、ビークル（受け皿）による借入金への保証とあわせて、適正な金額の水準であるかの検討も必要となってくる²¹⁾。また、導入企業が保証契約により負担するリスクに応じた適正な額の保証料を従業員持株信託から徴収しない場合には、会社法120条1項にいう「財産上の利益」を供与するものと解される²²⁾の見解もある。

2) 会社による第三者割当と不正発行

ビークル（受け皿）が株式を取得する手段として、導入企業による新株発行や自己株式の

19) 福井地判昭和60年3月29日金判720号40頁。

20) 大和正史・前掲（注15）2頁以下、河本一郎・前掲（注12）2頁以下。

21) 新谷勝「日本型 ESOP の仕組みと法的留意点」銀行法務21 702号8頁（2009）。

22) 弥永真生・前掲（注17）128頁。

処分が行われることがあるが、その際、第三者割当にかかる規制との関係が問題となり得る。以下の事例は、ESOPのピークル（受け皿）に対する新株発行が不公正な方法によるものであるとして、既存株主から差止め請求がなされた初めての事例である。

[事実] ダイヤ通商新株発行差止め仮処分事件²³⁾

X（債権者・原告人）は、本件申立当時、JASDAQ市場に株式を上場しているY会社（債務者）の株式158万4400株（議決権数1584個、総株主の議決権数に占める割合21.14%）を有する筆頭株主であり、平成22年1月末までY会社の代表取締役を務めていた。Xの後任としてY会社の代表取締役に就任したZ1は、いわゆる日本版ESOPに関心を持ち、平成23年6月頃、Y会社でのESOP導入に向けて、弁護士や公認会計士を交えて検討を開始し、持株会発展型の本件ESOPのスキーム²⁴⁾が提案された。平成24年6月頃、Y会社の株価が下落した際、Z1は、Y会社でのESOPを導入する環境が整ったと考えて、同月13日のZ1、A、Bから成る取締役会において、発行新株数69万株、1株あたりの払込金額72円、払込期日を同年7月2日とする本件スキーム導入を提案した。

これに対してAと監査役らが、本件スキームは経営陣の保身ではないかと強く反対したことから、Z1は採決を見送った。その後の協議でもまとまらなかったにもかかわらず、株主総会の前日である6月27日開催の取締役会において、Aと監査役らの反対にもかかわらず、Z1とBの賛成で、発行株式数67万株、1株あたりの払込金額74円、払込期日を同年7月13日とする新株発行決議を成立させた。

そこで、持株比率が19.25%に下落することになるXは、本件新株発行は、会社法210条にいう著しく不公正な方法によるものであるとして、Yによる本件新株の発行を仮に差し止める申立てを行ったものである。原決定はXの申立てを却下したため、Xが抗告したが、抗告は棄却され確定している。

[第一審決定要旨] 東京地裁平成24年7月9日申立て却下（抗告）

「本件新株発行を含む本件スキームは、XとZ1との間の確執が表面化する前である平成23年6月頃から弁護士や公認会計士を交えた検討が重ねられ、平成24年1月頃までにはその導入のための準備が整っていたというのであるから、本件スキーム自体が、Xの影響力を低下させることを目的として導入されたと見ることはできない。そして、本件スキームは、Yから独立性を有するZ2が株式を一括して取得し、その議決権を従業員の意思決定にかからしめ、Z2の解散時には、その残余財産を持株会ひいては従業員に帰属させるというものであ

23) 東京高決平成24年7月12年金判1400号52頁。本件についての判例批評として、弥永真生「日本版ESOPと新株発行差止め」ジュリスト1447号2頁（2012）、和田宗久「日本版ESOP導入におけるSPVへの第三者割当てと不正発行」金融商事・判例1415号2頁（2013）、白井正和「日本版ESOPと不正発行」ジュリスト1453号97頁（2013）。東京地決平成24年7月9日金判1400号45頁、抗告審

24) 本件スキームは、SPVとして設立された一般社団「Y社従業員持株会支援会」がY社の連帯保証を得て、金融機関から資金を借り入れ、この資金でY社が発行する株式を取得し、従業員持株会がこの支援会から毎月一定額の株式を時価で買付け、支援会はその売買代金をもって、金融機関に借入金の返済する、というものである。

るが、議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないような配慮もなされているなど、経産省の検討会の報告書の内容におおむね沿ったものとなっており、株価及び業績向上への従業員の意欲や士気の向上並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上等を図るという導入目的に適合するものである。また、本件取締役会決議がされた同年6月当時の株価が比較的低い水準にあったことからすれば、その時点において本件スキームを導入することには、一定の合理性があったものと認められる。そうすると、本件スキームは、Z1らが主張するとおり、Yにおいて、株価及び業績向上に向けた従業員の意欲や士気を高めること並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ること等を目的として導入されたものと認めるのが相当である。」

「本件新株発行によるXの持ち株比率の低下は、20.98%から19.25%に低下する程度のものにすぎないところ、従来の株主総会における議決権の行使割合や、Xが影響力を及ぼすことのできる株式数についての疎明はなく、上記の持ち株比率の低下が、Xの株主としての権利の行使に具体的にどのような影響を与えるかは明らかではない。確かに、本件定時総会における議決権の行使割合のみをみれば、上記持ち株比率の低下がXに与える影響は小さくないといえるが、... 本件新株発行によりXが今後の株主総会における過半数を確保することが著しく困難になったとは認められない...。その上、前記のとおりZ2の株式の議決権は従業員の意思に基づいて行われることとされており、これにZ1の意思が当然に反映されるものでもない。」

〔抗告審決定要旨〕東京高裁平成24年7月12日抗告棄却（確定）

本決定は、原決定を引用しその判断を是認したうえ、更に以下の点を加えた。

「Yは、平成24年度中に経営するサイクルショップを3店舗出店する予定であり、平成24年3月19日には第1号店の出店計画が稟議にかけられ、決済が終了しており、本件新株発行に伴う調達資金は、この資金需要に応じるものであることが認められる。」

本件新株発行は、割当先をいわゆる日本版ESOPの受け皿（ビークル）として設計された特別目的事業体とするもので、この割当てが不公正発行とされるかが問われたものである。新株の第三者割当て発行については、支配権を争う既存株主の持ち株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することが主要な目的であると認められるような場合には、「著しく不公正な方法による新株発行」として、差止めの対象となる、とするのが従来からの判例の立場である。そうすると、導入企業によるESOPのビークル（受け皿）への割当てが、支配権の変動を不当に生じさせるような場合には、差止めの対象となり得るのであるから、ビークル（受け皿）と導入企業の関係において、導入企業の支配権が実質的にも及ばないように設計されているかを検討する必要がある。

3) 第三者からの株式取得と自己株式の取得規制

会社法が自己株式の取得規制をおく理由の一つに、経営陣による会社支配のゆがみを防止

することがある。自己株式を ESOP のビークル（受け皿）に取得させ、ESOP の仕組み上は従業員の意思が反映されるものとしつつ、経営陣の意に沿わない議決権行使を行う従業員に何らかの不利益を及ぼすことを示唆するなど、実質的に従業員の意思の反映を妨げるような運用が行われるようなことがあれば、脱法行為となる。

この方式で ESOP のビークル（受け皿）が信託であれば、導入企業が負担するのは、信託設定のための当初信託金と従業員持株信託による金融機関からの借入れ金に対する保証である。そこで、当初信託金は従業員持株信託を運営するために、従業員の福利厚生費として適切な額であること、またそれは自社株取得資金には利用されないことを明確にしておくことが必要である。そうであれば、従業員が持株会会員として株式取得の対価を拠出していることから、この点の問題は回避することが可能である。

(3) 株式給付型 ESOP の場合

この仕組みでは、導入企業が取得資金を直接信託であるビークル（受け皿）に拠出し、この信託に募集株式の発行がなされる、あるいは信託が受託者として市場から導入企業の株式を有償取得するスキームである。そのため、そもそもビークル（受け皿）と導入企業の別異性を法的に証明できるかという制度上の問題点が指摘されており、以下のような解決策が示されている。さらに、発行した取得条項付新株予約権を割当て先から取得し、その対価としての自己株式をビークル（受け皿）に無償交付するというスキームも示されている。しかし、立法による措置が十分ではない現行法の枠組みでは、問題点の回避は難しいとの指摘もある²⁵⁾。

1) 自己株式の取得規制

ビークル（受け皿）による株式取得の資金は導入企業が行っている。そのため、ビークル（受け皿）が導入企業株式を第三者から取得する場合、導入企業が他人名義で自己株式を取得すると解されると、自己株式取得規制（会社法156条以下）に服することが求められる。仮にそうであれば、議決権行使や剰余金の配当が受けられないことから（会社法308条2項、453条）、この点において制度導入の意味がなくなることになる。

株式の取得が当該会社の計算によるか否かは、ビークル（受け皿）が取得資金をどこから得たか、取得にかかる意思決定の所在、取得株式に対する支配等を総合的に見て判断されるものと考えられている²⁶⁾。まず、取得資金については、導入企業が従業員の福利厚生や勤労意欲の向上を図るための負担として合理的な範囲にとどまるものでなければならない。また、このスキームでは、信託設定が導入企業の意思により行われるので、取得にかかる意思決定の所在が問題となり得る。この問題を回避するため、制度設計に当たり、信託設定後、導入企業から独立した信託管理人の指図により取得し、取得株式は導入企業に戻らず信託目的の

25) 新谷勝・前掲（注17）297頁以下。

26) 葉玉匡美・生瀬雅志「従業員持株 ESOP 信託の法務上の問題点」商事法務1915号15頁（2010）。

ために用いられること、さらに、株主権行使に関する権限がピークル（受け皿）にあることなどを信託の内容としておくことで法的問題はクリアできる、とされる。

しかし、導入企業による金銭の信託と受託者による導入企業の株式の取得は、一連の流れと評価せざるを得ない。導入企業による第三者名義の自己株式取得であることを否定することは困難である。また、信託終了時まで受益者が確定しない設計で、信託管理人に議決権行使の意思決定を認めることにも疑問がある。

2) 払込みの仮装

ピークル（受け皿）が株式を取得する手段として、導入企業から募集株式の発行等により株式を取得する場合、1)と同様に、その払込み資金の出所が導入企業であるということになれば、それは仮装払込みと評価される可能性がある。払込金が実質的に会社資金で行われ、払込金相当額により会社財産が増加するとはいえない場合には、会社有効な払込みがないと考えられる。そのような場合、募集株式の発行等の引受人は失権することになる（会社法208条5項）。これについては、取締役会決議や株主総会決議を経て金銭を確定的に拠出していけば、当該金銭は従業員の福利厚生費として信託に帰属し、その金銭が株式払込金として導入企業に払い込まれるのであるから、払込みの実質があり有効である、との見解が示されている²⁷⁾。しかし信託銀行による払込金は導入企業の拠出金であることにかわりはなく、「見せ金」との評価を回避することは難しいと思われる²⁸⁾。

3) 株式の無償交付と労働関連法

以上のような議論をふまえたとしても、会社が給与や賞与あるいは退職金等とは別に、従業員に株式を無償で交付することができるのか、その財源をどこから拠出するのかという根本的な問題点の指摘がある²⁹⁾。

給付型のスキームにおいては、無償給付のための原資として退職給付積み立て金を用いるのであれば、「賃金通貨払いの原則」（労基法24条）が論点となる可能性がある。したがって、導入企業株式の無償交付が、労働者の賃金または退職金の減額を伴わず、付加的に給付するプランであること、労働者側の拠出が存在せず、内容的にも福利厚生制度として評価できるものであれば、この点の問題をクリアできる。しかし、目的の妥当性が認められたとしても、金額の妥当性をめぐっては議論を要するものと考えられ、福利厚生費として拠出できる金額の限度という点で制約が課されるであろう。

さらに、取得条項付新株予約権を信託銀行に発行しておいて、株式を無償交付するというスキームについても、このような方法による無償交付が有効であるかがまず議論されなけれ

27) 導入企業はインセンティブ報酬を信託に拠出することで、報酬支払い債務の金額が減少していることから、払込みによる株式取得資金相当額の会社財産が増加したものと評価できる、とする（内ヶ崎茂・前掲（注9）45頁）。

28) 実務上も仮装払込みの問題が生じることについて、太田洋監修『新しい持株会 設立・運営の実務—日本版ESOPの登場を踏まえて』305頁（商事法務、2011）。

29) 新谷勝・前掲（注17）263頁以下。

ばならない³⁰⁾。

5. 日本版 ESOP についての金融商品取引法上の問題点

(1) スキームと引受けにかかる法規制

従業員持株会連携型で信託を用いる ESOP においては、従業員持株信託が、導入企業あるいは第三者から導入企業株式を取得することになる。これは取得した導入企業株式を従業員持株会に売却するためである。これが、金融商品取引法 2 条 8 項 6 号に定める「有価証券の引受け」に該当しないかが問題となった。業として行えば、登録が必要になる。

そこで、金融商品取引法 2 条に規定する定義に関する内閣府令（以下、定義府令）が改正され、16 条 1 項 7 号の 2 が新設され、金商法 2 条 8 項に定める「金融商品取引業」の例外を定める金商法施行令 1 条の 8 の 4 第 1 項第 4 号に規定する内閣府令に対する委任に基づき、次の条件を満たす従業員持株会型の自社株式保有スキームについて、金融商品取引業の例外として定められた³¹⁾。

- ① 金融商品取引法上の一定の要件を満たす従業員持株会による買付けが行われることを目的として、株式を取得するものであること。
- ② 有価証券の引き受け行為が、従業員持株会の規約等を実施するためのものであること。
- ③ 導入企業が、有価証券の引き受け行為によって生じる損失の補填その他の引き受け人への給付を行う場合において、その給付が、目的・給付の水準その他の状況に照らして、従業員の福利厚生のためのものであると認められるものであること。
- ④ 有価証券の引き受け業務によって生ずる利益が、従業員に帰属するものであること。
- ⑤ 従業員持株会が、有価証券の引き受け業務によって生ずる債務の弁済の責任を負わないものであること。
- ⑥ 有価証券の引き受け業務によって取得した株式の議決権が、従業員の指図に基づくものであること。

以上のすべての条件を満たす従業員持株信託は、従業員持株会に自社株を取得させることを目的として導入企業の自社株を取得しても、金融商品取引業に該当しないこととなる。

(2) 開示規制

導入企業においては、「従業員株式所有制度」を導入している場合、その制度内容を開示することが求められる。「従業員株式所有制度」がどのようなものを指すかが必ずしも明確

30) 敵対的企業買収において、買収者の持株比率を低下させるために、取得条項付新株予約権の発行がなされたことから（ブルドックソース事件）、本スキームでも利用可能であるとの主張もある。しかし、この点の議論も必要であろう。

31) 従業員持株会を通じた日本版 ESOP に関する、金融商品取引法 2 条に規定する定義に関する内閣府令等の改正（2009 年 9 月 9 日公布、施行）。

ではない。従来からの従業員持株制度は除かれるが、少なくとも、従業員持株会発展型のESOPは対象とされると考えられている。該当する場合は、スキームに関する一定の情報を有価証券届出書や有価証券報告書に記載することが求められている（「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（平成22年内閣府令第12号）³²⁾。

(3) インサイダー取引規制

従来からの持株会による定時・定額買付方式は、インサイダー取引規制の適用除外とされていて、内部情報とは切り離れた株式取引と判断される（金商法166条6項8号、取引府令59条）。しかし、日本版ESOPについては、ビークル（受け皿）の株式取得がインサイダー取引規制の対象となるため、導入企業からの独立性を確保し、代表者が導入企業の内部情報に接する機会がないようにしておくと同時に、関係する信託銀行などが情報受領者（金商法166条1項4号、3号）となる可能性があるため、導入企業は情報管理にも留意する必要がある³³⁾。その上で、株式の取得を市場等の第三者から行う場合には、導入企業から離れてビークル（受け皿）が独自の判断で買付時期や取得価額などの買付条件を決定するものとしておくことも求められる。

6. お わ り に

日本版ESOPは、従業員に自社の株式を保有させるための仕組みとして、経済界が先行して始めた制度である。当初、会社資金を使って、会社経営陣を支える安定株主としての従業員株主の育成や、敵対的買取に対抗するため等の目的がその中に見られるところから、その妥当性に疑問も呈されていた。近時、福利厚生やインセンティブ効果を目的とする従業員の株式保有を前面に立て、制度の組立てがおこなわれ、当初見られたような目的から一線を画すものとして導入を勧める論調もある³⁴⁾。

しかし、会社からの資金援助を受けた組織が、会社経営陣からどの程度独立しているか、とりわけ議決権行使の場面では問題が残る³⁵⁾。従来の従業員持株会にかかる会社法上の議論³⁶⁾が、完全に払拭されたとは考えにくいからである。さらに、会社が資金拠出した株式給

32) 企業内容等の開示に関する内閣府令（平成22年内閣府令第12号）第二号様式 記載上の注意（47-2）。

なお、鈴木謙輔「日本版ESOPに係る動向等について」信託241号95頁（2010）。

33) 有吉尚哉「日本版ESOPの法的論点と実務対応 [下]」商事法務1882号27頁（2009）、葉玉匡美・生瀬雅志・前掲（注26）21頁。

34) 内ヶ崎茂・前掲（注9）35頁、坂根将太「日本版ESOPの最近の動向について」信託249号118頁（2012）。なお、給付型ESOPについて、日本経済新聞2013年6月5日朝刊19頁。

35) 新谷勝・前掲（注17）211頁以下。なお、「事実上の期待のレベル」としたうえで、自己株式の処分により従業員持株信託に株式を取得させる場合には、経営陣に友好的な議決権行使が期待できる株式数が増加する、との本音も明かされている（増島雅和「信託型従業員持株インセンティブ・プラン」会計・監査ジャーナル653号79頁（2009））。

36) 中村一彦ほか・前掲（注13）参照。利益供与の問題が完全に解決されているとは必ずしも言えないと思われる。

付型は制度の根拠とする法制度が整っているとは言いがたい状況では、解決すべき問題が多く存在するものと思われる。

本研究は、桃山学院大学特定個人研究費（2011年度）およびJSPS 科研費（基盤（C）課題番号23530116）による研究成果の一部である。

（2013年5月7日受理）

Examination of Employee Stock Ownership Plan

SEYA Yuriko

In Japan, employee stock purchase plans have become widespread in not only listed companies but closely held companies as well. Several legal issues exist concerning these plans, such as prohibition of “payoffs to specific shareholders” and the principle of shareholder equality. To resolve such problems, the government has supported the plan by rulemaking and the courts make judicial decisions on the issues.

Recently, the managements of several companies have introduced so called ESOP, to increase participation in an employee stock purchasing plan or to launch a retirement benefits plan.

ESOP in the United States are tax-favored devices designed to provide retirement benefits for a corporation’s employees through collective stock ownership of their employer.

Japanese ESOPs, based on American ESOP, have are complex aspects; most are part of an employee stock purchasing plan while others include an employee benefit plan. However, because of the lack of legislative assistance or of court decisions on ESOPs, some legal problems need further discussion in Japanese company law and securities regulations.

This paper focuses on the legal issues surrounding possible conflicts that ESOPs may have with the present Companies Act and Financial Instruments and Exchange Act.