



ない米国型経営」「株主は優遇しません」「従業員を食わせるだけの仕事を取れば十分だ」とまで応えた公開大企業の経営者もいるほどである。

(2) 株主と従業員が必ずしも対立概念ではない米国企業経営

ところで、当の米国型資本主義・米国型企业経営について見てみると、株主と従業員の関係は、必ずしも我が国で一般に考えられているほど「対立概念」だけで議論できない。図表 1 は、米国における一般従業員向けの報酬体系であるが、自社株が提供され得る報酬プラン（霞が付いたプラン）が積極的に導入されており、従業員が「株価を常日頃から意識すること」「株主でもあること」が組み込まれている。

図表 2 従業員株主企業

	社名	業種	プラン	持株比率	従業員数
1	ユナイテッド・ハ―セル・サービ―ス (UPS)	運送	401(k)	30%以上	315,000
2	ハ―リック―ス・ス―パ―マーケット	小売	ESOP, ストック・ハ―チェ―ス・フ―ラン	50%以上	103,000
3	ユナイテッド航空	航空	ESOP	50%以上	77,900
4	タンデ―イ・コ―フ―	電機	ESOP	30%以上	40,000
5	ハイビ――ストア	小売	ESOP	30%以上	35,000
6	ホルマ―ク・カ―ト―	玩具製造	フ―ロフィット・シェアリンク―フ―ラン	30%以上	28,500
7	TTC	人材派遣	ESOP	30%以上	25,000
8	サ―フ―リ―マン・カンパ―ニー	広告	ESOP	30%以上	25,000
9	サイエンス・アプ―リケ―ションズ・インターナショナル	情報処理	ESOP他	50%以上	25,000
10	ルテ―ィック・コ―ホ―レ―ション	小売・製糸	ESOP	30%以上	20,150
11	テ―ィンコ―フ―	情報処理	ESOP	50%以上	18,000
12	ライフタッチ	写真	(詳細不明)	50%以上	15,000
13	フ―ライ―ス・チョッパ―	小売	ESOP	30%以上	12,000
14	エ―ト―ワ―ド・シ―ョ―ンズ	証券	ESOP	30%以上	10,000
15	クアット―ク―ラフイックス	印刷	ESOP	30%以上	9,000
16	アムステット・インタ―ストリス	鉄鋼	ESOP	30%以上	9,000
17	インターナショナル・テ―タ―ケ―ル―フ―	出版	ESOP	30%以上	8,500
18	AECOM	設備工事	ESOP	50%以上	7,500
19	CH2Mヒル	建築	ストック・ハ―チェ―ス・フ―ラン	50%以上	7,020
20	アロー・エレクトロニクス	電気機器	ESOP	30%以上	7,000
21	シ―ヤ―ナル・コミュニケーションズ	出版	ストック・ハ―チェ―ス・フ―ラン	50%以上	6,500
22	ファイスタ―マ―ト	小売	ESOP	30%以上	6,500
23	ケ―レイハ―・エレクトリック	電機	(詳細不明)	50%以上	6,300
24	W. L. コ―ア・アソシエ―ツ	化学繊維	ESOP	50%以上	6,000
25	オ―スティン・インタ―ストリス	建築	ESOP	50%以上	5,500
26	テ―ヒ――ツリー・エキ―スハ――ト	園芸	ESOP	50%以上	5,200
27	ナショナル・スチ―ル・アント―シッフ―ヒ―ルテ―ィンク	造船	ESOP	50%以上	5,000
28	ハ―ハ――シ―ヤ―ス	小売	ESOP	50%以上	5,000
29	ウインコ	小売	ESOP	50%以上	5,000
30	シ―ヤ―スティン・インタ―ストリス	皮革等製造	ESOP	30%以上	4,500

(出所) NCEO デ―タ(99 年春時点)より野村総合研究所作成

なかでも、本レポートで注目したいのは、ESOP (Employee Stock Ownership Plan、従業員による自社株保有プラン) である。図表 2 は、数千人規模を雇用する米国企業で、従業員が発行済株式総数の 30%以上を保有していると言われる、いわゆる「従業員株主企業」の従業員数でみた上位 30 社である。ただし、従業員が株主と言っても、多くが ESOP を通し

ての自社株保有になっている。

以下では、この ESOP について詳しく論じたい。

## 2) 我が国持株会と似て非なる米国 ESOP

### (1) ESOP は報酬制度であり、借入で自社株の買付可能

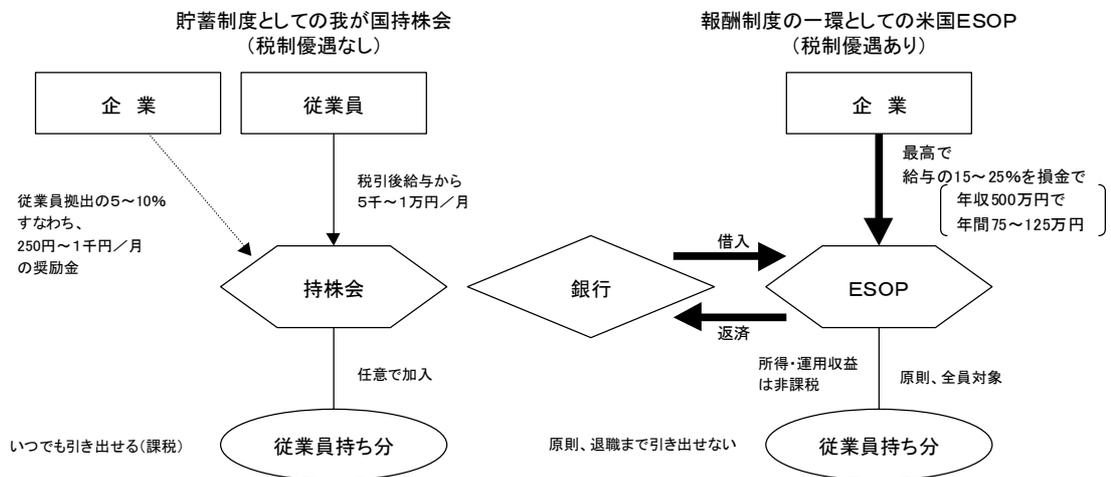
ところで、我が国で ESOP と言うと「持株会」と混同される場合が多いが、ESOP と持株会は似て非なるものである。

図表 3 は我が国の持株会と、米国で一般に普及している ESOP (基本的な場合。実際には後述する事例にあるように特殊な場合もある) について、仕組みを簡単に比較したものである。

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、図表 4)。いつでも引き出せる。
- ◆ 税引後給与から例えば、毎月 5 千円～1 万円を天引き。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 (この場合は毎月 250 円～1 千円) を出す。

図表 3 持株会と ESOP の仕組み・比較



(出所) 野村総合研究所作成

これに対して、米国で一般的に普及している ESOP は：

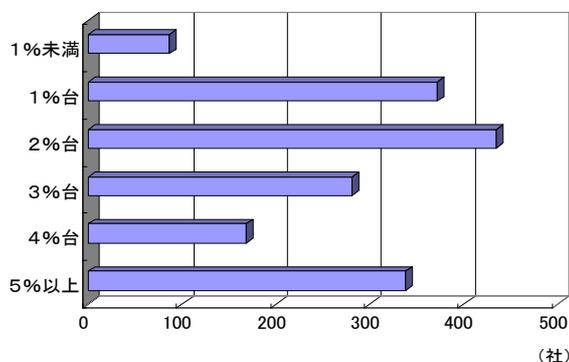
- ◆ 借入を利用して自社株を買い付けることから「レバレッジド ESOP」と呼ばれる。具体的には：
  - (a) 信託として設立された ESOP が、銀行から借入をする (通常、企業が銀行に保証を提供する)。

- (b) ESOPは借入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。
  - (c) 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%（どちらか低いほう）まで入れられる。単純に言えば、例えば1人あたり年収500万円とすると年間75～125万円になる。
  - (d) ESOPは企業拠出を使って毎年、借入を返済する。
  - (e) 借入が返済されるのに伴い、仮勘定にある自社株は、予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。
  - (f) 配当は従業員の各口座に、もしくは借入の返済に充てられる。
- ◆ 報酬制度（繰延払い、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。

図表4 持株会の所有／加入比率

業種	平成10年度 (単位:%)	
	所有比率	加入比率
水産・農林業	0.57	25.0
鉱業	0.51	28.5
建設業	2.12	47.0
食料	1.40	46.8
繊維製品	1.24	33.0
パルプ・紙	1.48	57.7
化学	1.36	44.1
医薬品	1.49	54.8
石油・石炭製品	1.03	52.6
ゴム製品	0.96	26.9
ガラス・土石製品	0.94	34.7
鉄鋼	0.74	37.1
非鉄金属	0.79	36.1
金属製品	2.11	37.2
機械器具	1.36	40.8
電気機器	1.60	38.1
送用機器	1.04	26.4
精密機器	0.90	36.5
その他製品	1.57	39.1
電気・ガス業	1.18	74.8
陸運業	1.75	55.1
海運業	0.30	35.0
空運業	1.55	45.1
倉庫・運輸関連業	1.57	53.6
通信業	1.43	56.4
卸売業	2.39	51.5
小売業	1.68	37.8
銀行業	1.09	69.2
証券業	1.09	70.5
保険業	1.55	40.9
その他金融業	0.48	37.4
不動産業	0.51	55.1
サービス業	1.77	40.0
合計	1.36	44.8

図表5 大株主になっている持株会・所有比率分布



(出所) 東洋経済・四季報 CD-ROM 版より野村総合研究所作成

(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」  
より野村総合研究所作成

- ◆ 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ず、という税制優遇がある。転職した場合は、ポータビリティを確保するため、IRA (Individual Retirement Account、個人退職勘定) などにロールオーバーする。
- ◆ 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 年分にあ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、我が国には ESOP と同様の制度はない。

## (2) ESOP は 5% 超株主として機能

さらに、ESOP は借入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。図表 4 には我が国・持株会の発行済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、僅か 1.36% である。四季報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、株主上位に名を連ねている企業に限っても、5% 未満の保有率が大半である (図表 5)。

図表 6 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	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	スーパーマーケット	35%	1988
4	J.C.ペニー	185,000	小売り	25%	1988
5	ユナイテッド・テクノロジー	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	ケミカル	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	111,000	デパートメント・ストア	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&ギャンブル	94,000	トイレタリー他	20%	1989
18	ロックウェル	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 が 2000 年 5 月時点で入手した最新のデータに基づく。

United Airlines については Employee Ownership Report 2000 年 7~8 月号のデータに修正。

(出所) NCEO データベース、NCEO, Employee Ownership Report, July/Aug 2000

図表 7 ESOP の自社株保有比率の分布

	0-10%	11-30%	31-50%	51-100%
公開企業ESOP	62%	34%	3%	1%
非公開企業ESOP	20%	35%	25%	20%
(参考)401(k)プラン	85%	10%	5%	0%

(注) データは 93 年のワトソン・ワイアットのサーベイ、96 年のヒューイット・アソシエーツのサーベイ、95 年の NCEO サーベイ、NCEO データベース他に基づき作成された。

(出所) NCEO ホームページ

一方、図表 6 は ESOP を導入した米国・公開企業を従業員数の規模で見た上位 20 社であるが、発行済株式数に占める ESOP 保有率が 5%未満は 3 社だけで（それでも 3%）、半分が 10%以上である。図表 7 に示した別のデータでも、ESOP を導入した公開企業の 4 割が発行済株式数の 10%超を保有しており、10%以下となっている企業も大半は 5%以上の保有比率と考えられる。

### (3) コーポレート・ファイナンス／ガバナンスの手法

ESOP が借入能力を持ち、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、すなわち企業財務／統治（コーポレート・ファイナンス／ガバナンス）戦略の手段であることに注目すれば、ESOP の理解にあたって比較検討する対象は持株会などではなく、極端に言えばむしろ、自社株買いや LBO（レバレッジド・バイアウト）、MBO（マネジメント・バイアウト）であろう。

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。ESOP が(a)借入を利用すること、(b)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 ESOP の方が大幅かつ迅速に資本構成再編（リキャピタライゼーション）・株主構成再編ができると言えよう。なお、敵対的買収の嵐が吹き荒れた 80 年代・米国石油業界などで行われた究極的な自社株買いには、大胆な借入を利用した場合もあった。

LBO/MBO は、借入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／大株主が、LBO では第三者たる買収者、MBO では経営陣、ESOP では従業員、という違いである。

企業財務／統治（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言っても過言ではない。

## 2. ESOP 戦略ーケーススタディー

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

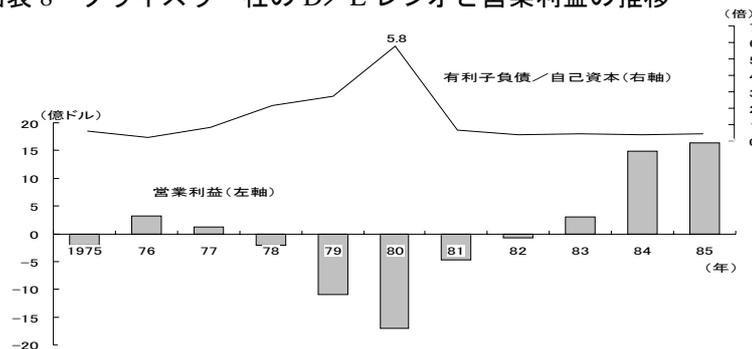
### 1) 復活・再生に賭けた経営計画と同時に導入された ESOP

#### (1) 79 年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三位の自動車会社であったクライスラーは、60 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。70 年代後半には改善が見られるどころか、図表 8 に示すように営業利益の減少が続き、自己資本に対する有利子負債の規模 (D/E レシオ) 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、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 (79 年クライスラー融資保証法の第 7 条、図表 9) <sup>1</sup>。

図表 8 クライスラー社の D/E レシオと営業利益の推移



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

<sup>1</sup> 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。

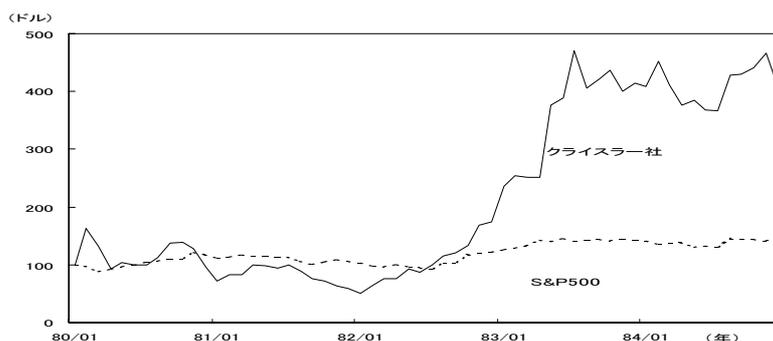
図表 9

79年クライスラー融資保証法第7条

- (a) クライスラー社が、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、以下のことすべてを承諾しない限り、あらゆる債務の保証、あるいは保証の確約は、本法の下では認められない。
- (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限り、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、あるいは保障の確約は、本法の下では認められない。
- (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。

⋮

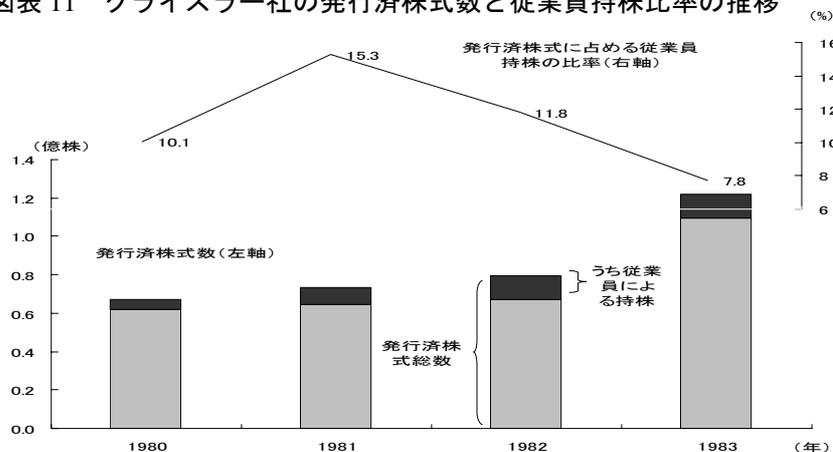
図表 10 クライスラー社の株価と S&P500 の推移



(注) 1980年1月に100ドルを投資した場合の推移

(出所) 野村総合研究所作成

図表 11 クライスラー社の発行済株式数と従業員持株比率の推移

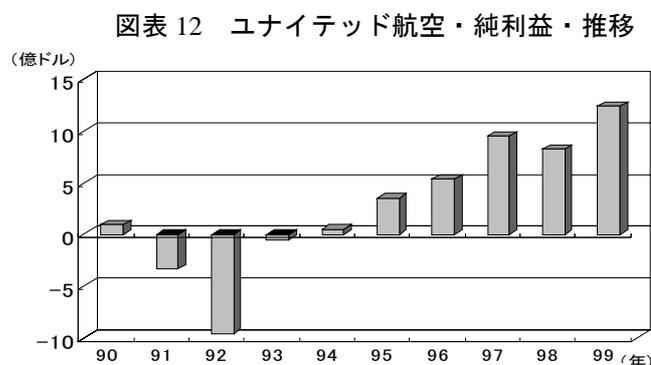


(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

## (2) 94 年ユナイテッド・エアライン再生戦略

米国最大手・航空会社の 1 つであるユナイテッド・エアラインも、クライスラーと同様に再生を賭けて ESOP を導入し、成功をおさめた。

90 年代前半の米国航空業界はディレギュレーションが進展した結果、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(図表 12)。ユナイテッドの純利益は 91~93 年に赤字で、とくに 92 年には約 10 億ドル(約 1,100 億円)に及ぶ純損失を計上した。ユナイテッドにとって最大の悩みは、高コスト体質「とくに労働コストをどう引き下げるか」であった。



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

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業界から姿を消したイースタンやパンナム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、93年に生み出されたプログラムが「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(a)自社株保有および(b)ユナイテッド航空の支配権(議決権の 55%)を手に入れる」であった<sup>2</sup>。

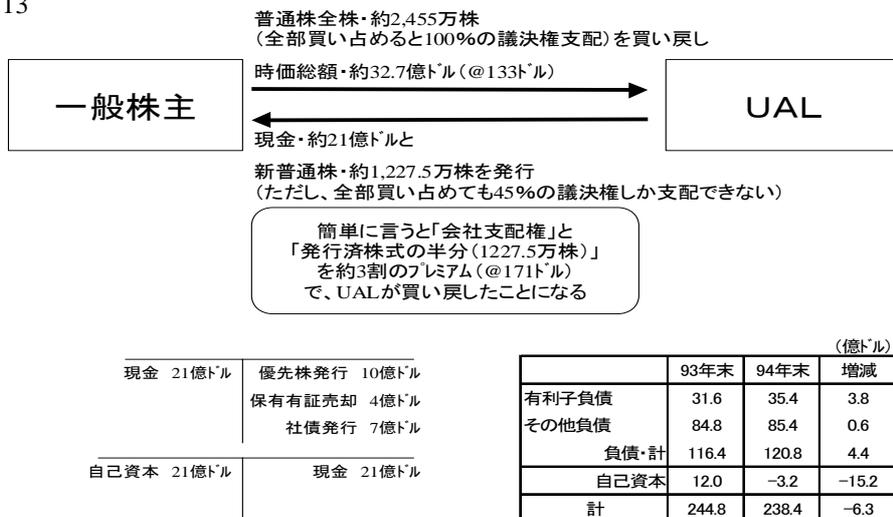
ユナイテッドの ESOP は財務手法としても複雑かつ興味深いものであるが、特徴は図表 13 と図表 14 の 2 つに分けて説明できる。

まず、ユナイテッドは市場に出回っていた約 2,455 万株に及ぶ同社・発行済普通株全部、当時の時価総額で約 33 億ドル(約 3,500 億円)を、(a)現金・約 21 億ドル(約 2,200 億円)と(b)新普通株・約 1,277.5 万株で買い戻した。詳しくは後述するが、この新普通株を全部買い占めても 45%の支配権しか手に入らない仕組みになっていることに鑑みると、「会社支

<sup>2</sup> 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、乗務員の居住地を巡る議論での合意が成立しなかったこと、などが要因と言われている。

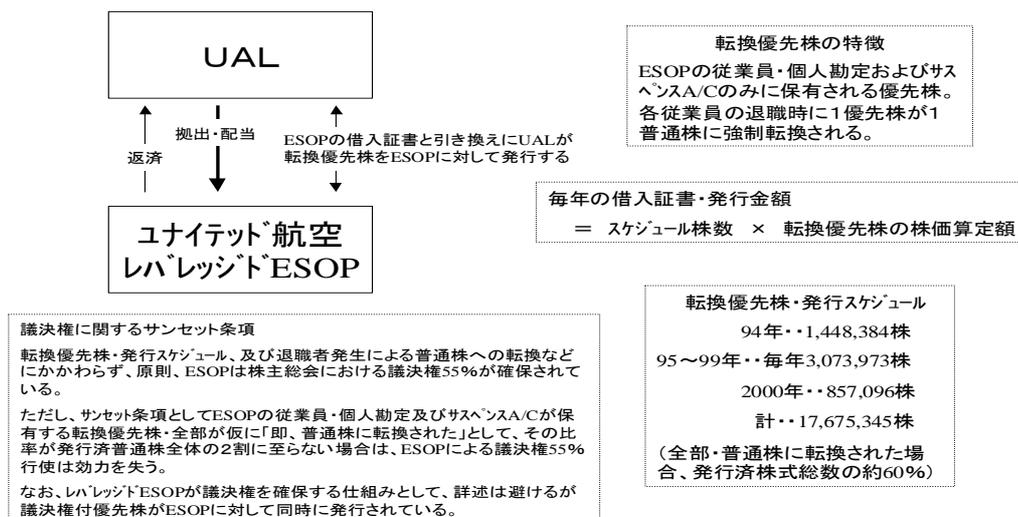
配権」と「発行済株式の半分（ $2,455 \div 2 = 1,227.5$ ）」を約3割のプレミアムで買い戻したことになる。この買い戻しのための現金約21億ドル（約2,200億円）は、優先株の発行・保有有価証券の売却・社債の発行で調達され、普通株買い戻しに見合って資本金・準備金・内部留保といった自己資本が減少することとなった。すなわち、ユニテッドの資本構成において「自己資本が負債で置き換えられた」と言っても過言ではない。ユニテッドが一連の作業をリキャピタライゼーション（資本構成再編）・プログラムと呼んだ所以である。

図表 13



(出所) アニュアルレポートなどより野村総合研究所作成

図表 14



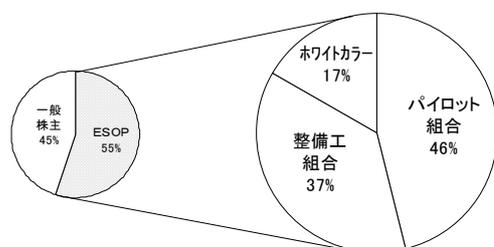
(出所) アニュアルレポートなどより野村総合研究所作成

一方、ユナイテッドは新たに設けた ESOP に対し、予め定められたスケジュールに則って転換優先株を新規発行する。転換優先株は各従業員がユナイテッドを退職した時だけ 1 優先株につき 1 普通株に強制転換されるという優先株である。転換を考慮すると、最終的に発行済普通株の約 6 割がパイロット・整備工・ホワイトカラーの所有になる。新規発行の対価として ESOP からユナイテッドが受け取るのは借入証書である（レバレッジド ESOP と呼ばれる所以である）。借入証書の返済原資はユナイテッドが毎年、ESOP に対して行う企業拠出と ESOP が保有する転換優先株に支払われる配当である。返済が済んだ割合に応じて、転換優先株は各従業員の口座に付け替えられる。付け替えの配分はパイロット・整備工・ホワイトカラーで 46%・37%・17%と決まっている（図表 15）。

詳述は避けるが、転換優先株の発行と並行して議決権付優先株が ESOP に対して同時に発行されることで、転換優先株の発行スケジュールや退職者発生による普通株への転換などにかかわらず、ESOP は原則、株主総会における議決権 55%が常に確保される（ただし、サンセット条項あり）。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。と言うのは、取締役選出についてはユナイテッド航空・取締役会 12 名のうち 3 名について、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各々 1 名、代表を出せる権利を既に確保したからである。

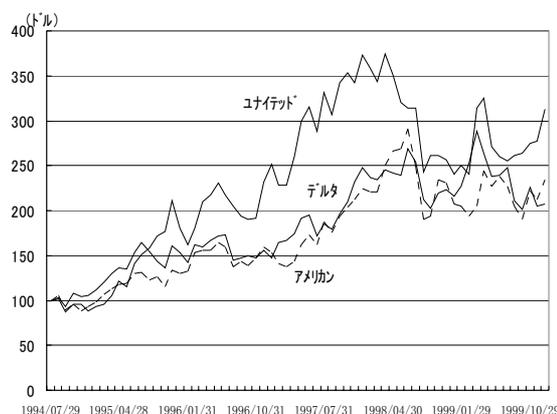
大幅な資本構成再編の下で ESOP が導入された 94 年以降、ユナイテッドの業績向上にはめざましいものがあつた（図表 12）。純利益は 95~97 年にかけて倍増、97~99 年においては 10 億ドル（約 1,100 億円）前後を計上した。同社の年次報告書は ESOP 導入の効果がもたらしたと訴えている。株価についても同業他社に比べて市場から高い評価を得てきた（図表 16）。ESOP 導入直後の 94 年 7 月末時点からの株価の伸びを比べてみると、とくに 98 年においてはデルタやアメリカンの株価が 2~2.5 倍で推移する一方、ユナイテッドは 3~3.5 倍にも至った。

図表 15 誰がユナイテッド航空を所有しているか



(出所) ユナイテッド航空作成  
 Destinations 誌・94 年 7 月号

図表 16 ユナイテッド航空による ESOP 導入後の  
 米航空 3 社 UAL・DAL・AMR の株価推移



(注) 94 年 7 月末に各々に 100 ドル投資したと仮定  
 (出所) 野村総合研究所

ユナイテッドの担当者によると、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、とのことである。まず、ESOP 導入にあたっては(a)CEO（最高経営責任者）が僅か4ヶ月間で20カ所の拠点を訪問し約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、(b)さらに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到派遣されミーティングを行ない、(c)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、(a)従業員がグループで積極的に問題解決にあたることを促すプログラムが管理職を対象に、(b)収益性やカスタマー・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、(c)さらに、職種を越えて様々な従業員が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3,000万ドル（約32億円）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を導入した事例と言える。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であるが、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ことは、(a)経営計画の内容・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、納得も得られやすく、(b)経営計画が成功した場合の成果を従業員が、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、という点で有意義ではないかと考える。

## 2) 敵対的買収・未然防衛策としてのESOP—84年アムステッド非公開化戦略—

次に、ESOP 導入で従業員の安定・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85年にESOPを使って、公開企業から従業員が100%所有する非公開企業になって（ゴーイング・プライベートと呼ばれる）、現在に至る。

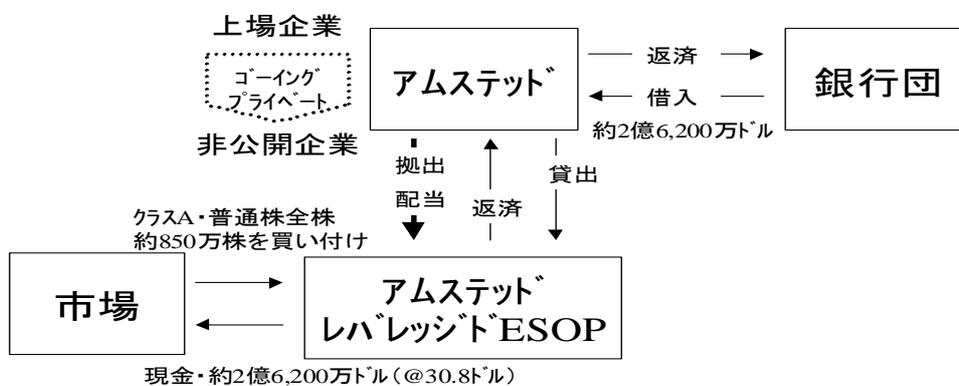
アムステッドは創業から100年以上の歴史を持つエンジニアリング/鉄鋼・工業部品メーカーで、鉄道・建設・トラックなどを主たる分野として長い実績を誇っている（ライト兄弟・飛行機のワイヤーを作ったことで有名）。まず、当時アムステッドは何故、敵対的買収の候補になった、と言われるようになったのか。図表17は敵対的買収の候補になったと言われる直前、84年時点のアムステッドのバランスシートである。80年代の米国で吹き荒れた敵対的買収の候補になるべき典型的な特徴「見た目より実際はキャッシュフローと資産が潤沢、株価は低迷」を持っている：



解散・解体すれば儲かる」という状況に至っていた。

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 の仕組みは図表 20 の通りである。まず、アムステッドが銀行団から約 2 億 6,200 万ドル (約 280 億円) に及ぶ借入を行い、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 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のみである。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下で、労働組合の参加は見送られたとのことである<sup>3</sup>。

図表 20 アムステッドによる ESOP の概要



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

ESOP 導入後、非公開企業になったとは言え、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中で(a)経営陣に対する信頼、(b)雇用を守る唯一の方法、を拠り所に ESOP を導入し、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見られたか、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。

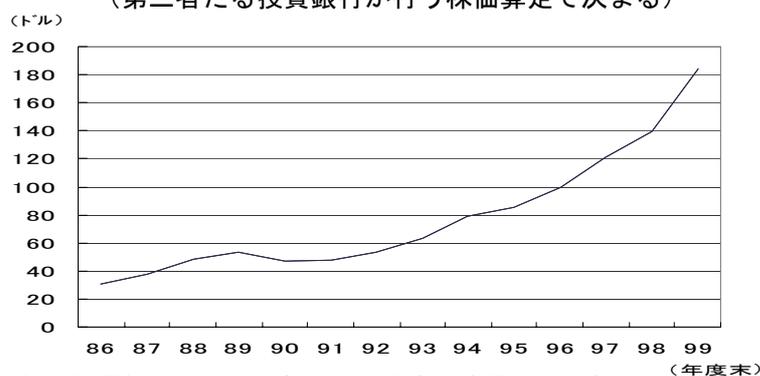
非公開企業になったため、80年代前半までのような詳しいディスクロージャー資料は手に入らないが、アムステッドのホームページなどによると、株価の推移は86年以降、図表 21 に示すように約 6 倍になった。すなわち、ESOP 全体の時価総額が約 2.6 億ドル (約 280 億円) から約 16 億ドル (約 1,700 億円) に増加したことになる。アムステッドの資料によ

<sup>3</sup> 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、不参加のままで現在に至っている。

ると、95 年度末で ESOP 対象者が 1 人平均・約 1,500 株、ESOP 導入当初からの在籍者に限っては 1 人平均・約 2,333 株を保有と言われており、仮に 95 年度末の在籍者が現在も辞めずに働いていると仮定した場合、少なくとも 99 年度末で 1 人平均・約 28 万ドル（約 3,000 万円）、ESOP 導入当初からの対象者については 1 人平均・約 43 万ドル（約 4,600 万円）の残高評価額と推計できる。96～99 年度の企業拠出で保有株数がさらに増えており、現在の残高評価額はもっと大きいはずである。

なお、非公開企業としての株価算定（バリュエーション）は、四半期毎にサード・パーティたる投資銀行（ESOP のトラスティであるラ・サール銀行が 2 社採用している）が行い、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。我が国に比べて、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言われている。

図表 21 アムステッド社・ESOP 導入後の株価推移  
 （第三者たる投資銀行が行う株価算定で決まる）



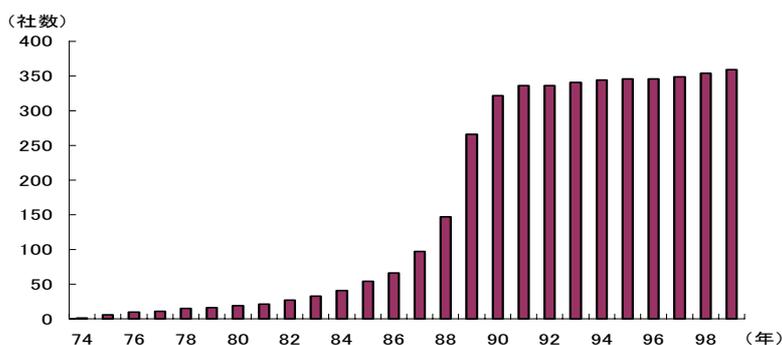
（出所）同社ホームページ、他より野村総合研究所作成

### 3) ESOP の普及

以上、いくつかの具体的な事例を考察したが、米国全体への ESOP 普及について見てみたい。図表 22 は NCEO（National Center for Employee Ownership、従業員の自社株保有促進を活動目標とする非営利団体）が把握している「ESOP を運営する公開企業」359 社について、導入状況を累積で示したものである。ほとんどが 80 年代末までに導入している。一方、図表 23 は公開・非公開企業を合わせた米国全体での ESOP（および類似・従業員株式保有プラン）の数である（NCEO 推計）。90 年代においても毎年、平均で約 400 プラン増加しているが、その多くは非公開企業での ESOP 導入である。非公開企業の ESOP では(a)企業オーナーに対して、引退などに伴う ESOP に対する自社株売却に税制優遇が提供されていること、(b)オーナー引退などに伴う経営の継続性が ESOP による従業員所有を通して確保される意義があること、などから、一通りの普及をみた公開企業と異なり、現在も活発な動きを示している模様である。2000 年・春に行われた NCEO 主催・第 19 回年次総会でも、

ESOPについては専ら非公開企業の導入・運営がトピックとして取り上げられた。

図表 22 公開企業 ESOP の導入状況（累積）



(注) NCEO のデータベースにある 359 社が対象  
 (出所) NCEO データベースより野村総合研究所作成

図表 23 ESOP 及び類似の従業員自社株保有制度の推移

(単位:プラン、百万人)

	75	80	90	93	94	95	96	97	98
プラン数	1,600	4,000	8,080	9,225	9,670	10,170	10,670	11,100	11,400
加入者数	0.2	3.1	5.0	7.5	7.9	8.3	8.7	8.5	8.5

(注) 95 年は労働省データに基づく。96~98 年は IRS のデータより NCEO が推計。

(出所) National Center for Employee Ownership, Employee Ownership Report, Jan/Feb 2000

#### 4) ESOP 企業のパフォーマンス

また、ESOP 戦略の成功例のみを事例として取り上げたが、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言えるのだろうか。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社がノースウェスタン大学ビジネススクールと共同で 98 年に調査<sup>4</sup>を行っている。結論は「従業員に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。

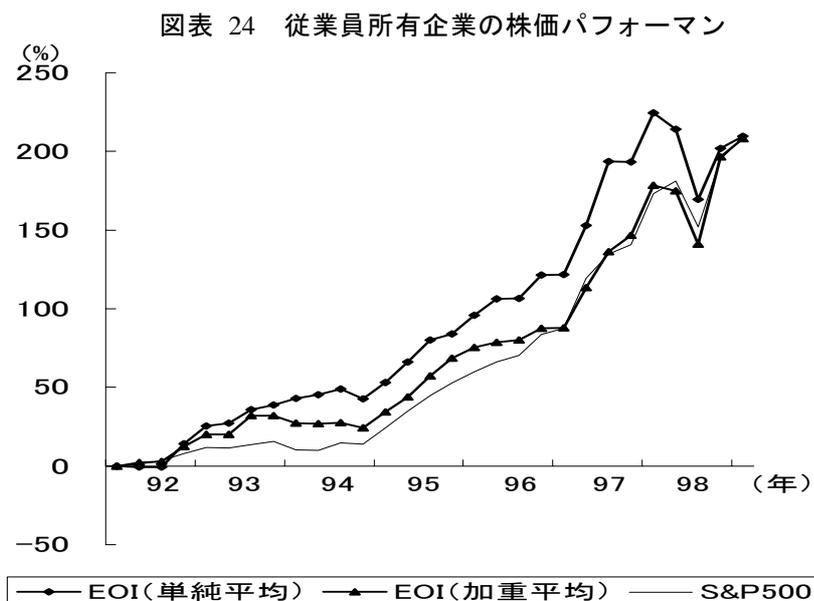
具体的には、73~91 年に ESOP を導入した公開企業について、導入前後で株主投資収益率（株価の伸びと配当）および総資産収益率（ROA）などに生じた変化を、ESOP を導入しない企業と比較している。対象となった公開企業は 382 社で、平均で従業員が約 17,000 人、売上高が約 27 億ドル（約 2900 億円）という大企業である。

<sup>4</sup> Research Report: Unleashing the Power of Employee Ownership, July 1998, Hewitt Associates, LLC

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 2 日間に株価が上昇した。
- ◆ 対象企業の経営幹部 82%は ESOP 導入が業績向上につながったと確信している。

さらに、アメリカン・キャピタル・ストラテジー社は、発行済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 社の株価をトラックする「従業員株主企業・株価インデックス」を発表している（図表 24）。米国・株式市場全体が急激な上昇を始めた 97 年より以前は、単純平均・加重平均いずれも、S&P500 インデックスを明らかに上回る水準であった。



(注) 1. 92年第1四半期を基準とする累積上昇率。  
 2. エンプロイー・バイアウト会社の American Capital Strategies 社が作成の指数。  
 従業員所有比率が 10%以上の約 350 社の株価をトラックする。  
 (出所) NCEO

## 5) 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 の借入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 の借入は負債として計上されなければならない。見合い勘定としては、ESOP 保有自社株勘定（unearned ESOP shares、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 が借入を返済し、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。
- ◆ 1 株当たり利益（EPS）の計算上は、従業員個人口座に配分された株式のみが算入され、仮勘定にある分は算入されない。

### 3. 我が国への ESOP 導入は急務

#### 1) 復活と再生に向けた意思表示

冒頭でも述べたように、我が国大企業の多くは 90 年代に入って始まった業績の低迷／経営戦略の混迷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・危機に直面した我が国大企業の場合、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 79 年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 3 千億円）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、我が国で ESOP が利用できるのであれば、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下で始まるならば、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ことは、(a)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、(b)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) 我が国でも敵対的買収が始まる

さらに、我が国の大企業が直面している問題は他にもある。これまで我が国では従来馴染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。

まず、99 年春に国際通信キャリアの国際デジタル通信（IDC）に対する英国の通信大手ケーブル・アンド・ワイヤレス（C&W）が敵対的な TOB（株式公開買付）を展開し、NTT がホワイトナイト（白馬の騎士の如く現れて敵対的 TOB の標的になった企業を友好的な立場で支配権取得／買収を行う企業のこと）として登場した。2000 年初春にはドイツの製薬会社ベーリンガーインゲルハイムの日本法人がエスエス製薬に対して、必ずしも敵対的とは言えないが突然の TOB を発表した。そして、とくに注目したいのは同じく 2000 年初春、我が国企業同士としては初めての敵対的 TOB が、M&A コンサルティングにより東証 2 部上場の昭栄に対して仕掛けられた。

この事例は、株式市場で付いている昭栄・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でるといふ解散価値）に注目しての TOB という点でも我が国初と言える。まさに米国 80 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晒された脅威と同じと言っても過言ではない。

アムステッドのような企業は我が国にも昭栄以外にあるのであろうか。東証一／二部上場・2000 年 3 月期決算ベース（除く金融）1,832 社について、PBR（株価純資産倍率）を見てみると（図表 25）、1 倍に至らない（すなわち、純資産が時価総額を上回る）企業が半分強にあたる 948 社もあった。

さらに、同じ母集団（ただし、連結ベースの数字を発表したところのみ、除く金融）で金融資産に限って注目してみると：

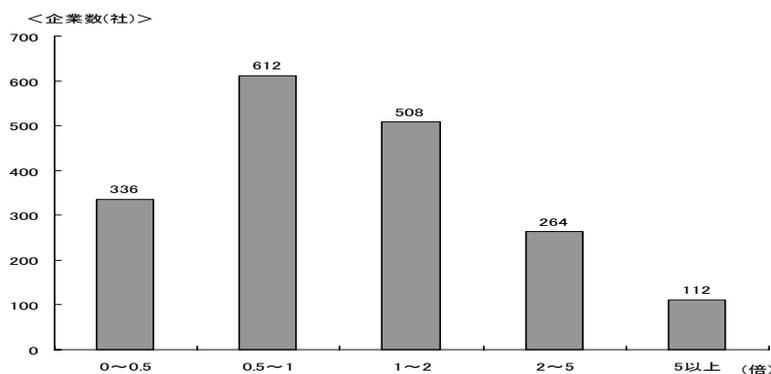
- ◆ 現預金と短期性有価証券、投資有価証券の合計から有利子負債を除いた金額（=C とする）がプラス（つまり、借金を全額返しても金融資産がまだ残っている）の企業は 552 社（全体の約 4 割）あった。
- ◆ (C) が時価総額（2000 年 11 月末）に対してどれだけの規模か、を計算し、分布を示したのが図表 26 である。(C) が時価総額を上回る企業（1 倍以上）が 100 社以上もあった。

計算上ではあるが、発行済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、我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」「誰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「借入」を行い、従業員に「株主」

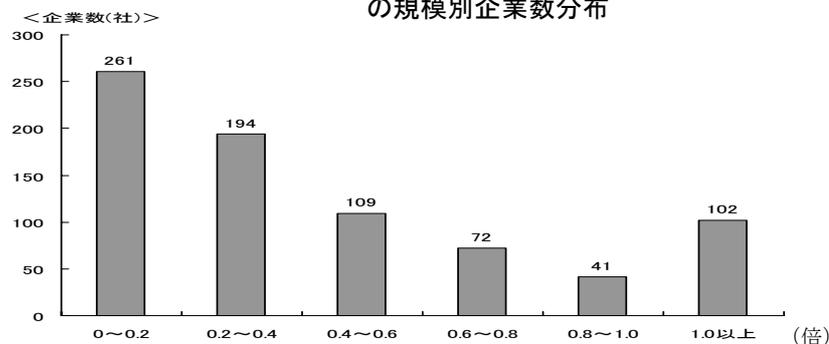
としての地位・意識を生みだし、「企業資産の使い道、ひいては将来を委ねる先」として外部の投資家・買収者ではなく、従業員自らを位置づけるディールである。

図表 25 東証一・二部上場企業における  
株価純資産倍率（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 月末現在の時価総額を 2000 年 3 月期の自己資本で割って算出。  
(出所) 各社有価証券報告書より野村総合研究所作成

図表 26 (C) ÷ 時価総額  
の規模別企業数分布



(注 1) (C) = (現預金 + 短期性有価証券 + 投資有価証券 - 有利子負債)  
(注 2) 対象は東証一・二部上場企業（除く金融）のうち手元資金比率がプラスの企業 779 社。  
時価総額は 2000 年 11 月末現在  
(出所) 各社有価証券報告書より野村総合研究所作成

## (2) 崩れる株式持合

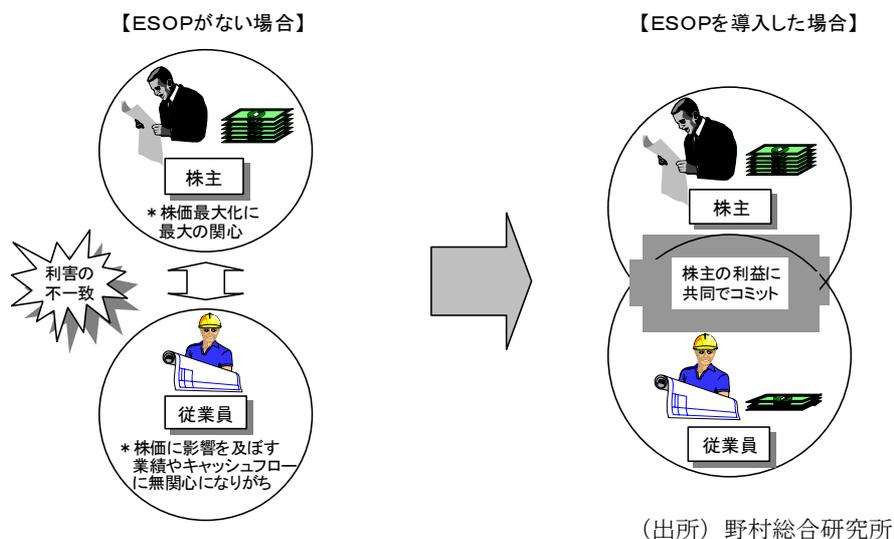
一方、我が国で最強の敵対的買収防衛策として機能してきた株式持合が崩れ始めている。野村証券金融研究所が算出した 99 年度の株式持合比率は、前年度比で 2.6%ポイント低下した。生命保険会社と損害保険会社の保有株式分を加えた広義持合比率も 4.7%ポイント低下した。90 年代半ば以降、毎年及びぶ大幅な減少である。我が国の大企業、とりわけ手元流動性が潤沢な優良企業にとって、新たな株主を見いだす時代が到来した。

さらに、本稿・冒頭の議論に立ち返ってみると、ESOP の導入によって従業員を新たな株

主にすれば、株主と従業員における利害調整の役割が果たされないであろうか。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。だからと言って、自分の報酬のみ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、報酬としての自社株を保有させるのが最善ではないか（図表 27）。

東京大学・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 212、98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・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 2月）」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」と述べる一方で「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。両教授の考えは、ESOP にこそ実現できると言えないか。

図表 27



### 3) ESOP への胎動

我が国企業における 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」として「松下電工の労働組合（組合員約一万五千人）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六割（四十一億円）を十二月十八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千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、さらに2000年7月31日の日刊工業新聞は「従業員持株会の会員 1ヶ月で倍増」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。奨励金を大幅に上乘せして“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。97年5月にはトヨタ自動車、98年2月にはソニーについて、管理職や幹部を対象とした自社株保有制度の充実、あるいはスキームの工夫が行われたことが日本経済新聞で報じられている。

ただし、我が国持株会は既に説明したように、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(a)母体企業の信用力を利用して借入を行い、(b)比較的短期間に発行済・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得るため、「利益供与ガイドライン」では「会社を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ではないか。

## 4. 提案

### 1) 日本版ESOPの制度骨格

したがって、我が国においては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<sup>5</sup>。具体的には、例えば：

- ◆ 日本版ESOPは借入能力を持ち、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のみとし、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、例えば従業員一人あたり50万円を上限とし、損金扱いとする。借入がある場合は、企業拠出（およびESOP保有株式の配当）を借入返済に

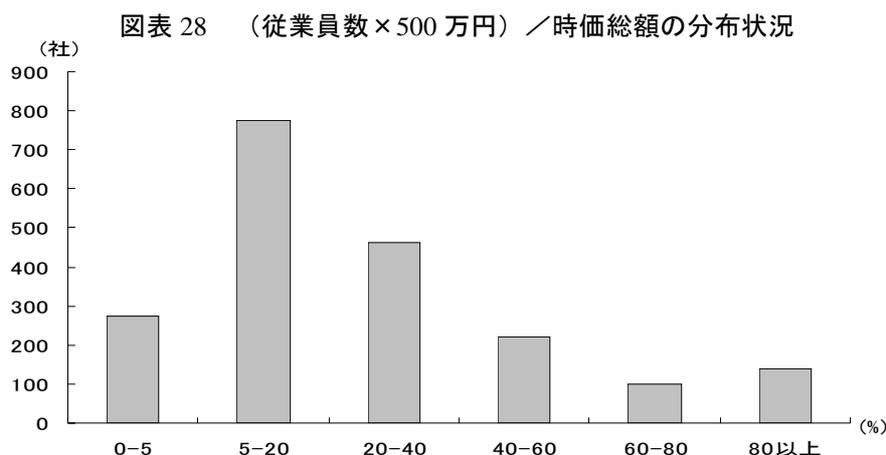
---

<sup>5</sup> 米国ではESOPを制度上、確定拠出型・退職給付制度の1種類と位置づけ、税制優遇を与えている。

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。

- ◆ 借入返済に応じて、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、総会で反映させる。
- ◆ 当初は公開企業のみを対象とする。非公開企業は株価算定が我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。引き出しは従業員が定年および途中で退職した時のみできる。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ロールオーバーする。

日本版 ESOP の企業拠出を従業員一人あたり 50 万円とし、元本返済 10 年の借入を行うと単純に仮定すると（すなわち従業員一人あたり 500 万円の借入）、これに従業員数をかけた金額で発行済株式数のどれだけを買付けられるか、を東証一／二部上場 1,975 社で計算した（図表 28）。2000 年 9 月末の株価水準では、8 割以上の企業が発行済株式数の 5% 以上を支配できる。5～20%が一番多く、約 800 社であった。



(注) 対象は東証一・二部 1,975 社。従業員数は 2000 年 3 月期、時価総額は 2000 年 9 月末の数字。

## 2) 導入がふさわしい企業群と考慮すべきこと

なお、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／容易と考えられるのは、本稿で専ら重視した「既存・大企業にとっての意義」および「紹介した米国事例」に鑑みれば、(a)復活と再生に向けて真の経営計画推進を始める企業、(b)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・大企業以外では、本稿では触れなかったが(c)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）、エービス（レンタカー）、HCA（ヘルスケア）などが ESOP

導入を図った企業として有名である。

ただし、(b)はともかく(a)と(c)の企業については、保証の提供やバランスシートへの負債計上など、ESOPによる借入と言っても実質的には企業の借入であることから、「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、負債増加が格付けなど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、(a)はもちろんのこと、(b)と(c)のいずれについても、「現在の株価水準」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。

(井潟 正彦、野村 亜紀子、神山 哲也)