

米国におけるレバレッジド ESOP の事業承継への活用

野村 亜紀子

要 約

1. 米国の一般従業員向け自社株報酬制度である ESOP (Employee Stock Ownership Plan) は、74 年の導入以来、様々な形で利用されてきたが、近年は、非公開企業オーナーによる事業承継への活用が中心的と言われている。
2. ESOP は、自ら借入を行い、一気に自社株を取得することができる。レバレッジド ESOP と呼ばれるが、借り入れた資金により、引退するオーナーから自社株を取得し、返済に伴い従業員の個人口座に自社株を配分する。
3. オーナーが売却により得た資金を米国企業株式などの資産に再投資すると、売却益の繰り延べが可能といった、非公開企業 ESOP 特有の税制優遇も付与されている。また、非公開企業の株式を評価する業者や、ESOP の制度に精通し、適切な融資を行える銀行など、必要なインフラも整っている。
4. 米国では、ベビーブーマー世代が退職に向かう今後、事業承継の必要性が増加し、レバレッジド ESOP の活用も拡大すると見られている。わが国でも団塊の世代が退職年齢に入らる中で、中小企業の後継者難などが指摘されている。従業員による企業買収を可能にする米国 ESOP のような制度は、非公開株評価などの課題はあるものの、わが国においても潜在的ニーズは高いのではなかろうか。

・非公開企業のレバレッジド ESOP

米国の一般従業員向け自社株報酬制度である ESOP (Employee Stock Ownership Plan) は、企業が拠出し、税制優遇を得つつ、従業員の個人口座に自社株を積み立てていく制度である。最大の特徴は、ESOP 自らが借入を行い、多量の自社株を一気に買い付けることが可能な点にある。レバレッジを効かせるということで、レバレッジド ESOP と呼ばれる。

ESOP は 74 年の制度導入以来、様々な形で活用されてきた。80 年代後半の一時期には、公開企業による敵対的買収防衛策の一つ

として注目されたこともあったが¹、90 年代半ば以降は、非公開企業による活用が目立っている。図表 1 にあるように、従業員数が数千人規模で、ESOP が株式の過半を保有する企業も存在する。

中でもレバレッジド ESOP については、最近では、非公開企業オーナーの事業承継目的での利用が中心と言われている。一般に、非公開企業のオーナーが引退するに当たっては、身内に事業を譲る、同業他社や投資ファンドなど外部に売却する、経営陣に売却する、といった選択肢が考えられるが、米国では今一つ、レバレッジド ESOP を通じて従業員に売却するという選択肢が存在する。一

図表 1 ESOP が過半を保有する企業

企業	業種	従業員数	企業	業種	従業員数
1 Publix Supermarkets	スーパーマーケット	125,000	26 Harp's Food Stores, Inc.	スーパーマーケット	3,000
2 Science Applications Int'l	R&D / コンピュータ・システム	42,400	27 Vance International	重要人物警護	3,000
3 Price Chopper dba Golub Corp	スーパーマーケット	21,200	28 Columbia Forest Products	合板	3,000
4 John Henry Company	印刷、不動産	10,961	29 Round Table Pizza	フランチャイズ	3,000
5 Tharaldson Motels	モーター経営	10,000	30 Scheels All Sport	スポーツ用品小売り	2,700
6 Nypro	プラスチック製造	10,000	31 Sammons Enterprises	複数事業	2,600
7 Houchens, Inc	スーパーマーケット	9,200	32 Medicalodges	高齢者施設	2,500
8 Amsted Industries	工業製品製造	9,100	33 Kinney Drugs	ドラッグ・ストア	2,400
9 Parsons Corp.	エンジニアリング / 建設	9,000	34 Hensel-Phelps, Inc.	建設	2,326
10 WinCo	スーパーマーケット	7,500	35 Omaha World Hearid Company	新聞	2,323
11 Austin Industries	建設	6,500	36 National Spinning Company	繊維製品	2,250
12 Black & Veatch	エンジニアリング	6,300	37 McCarthy Building Companies	建設	2,200
13 Lifetouch	写真	6,070	38 U.S.Sugar	砂糖栽培・精製	2,100
14 Davey Tree Expert Co.	樹木サービス	6,000	39 RPCS	スーパーマーケット	2,000
15 W.L. Gore Associates	ハイテク製造	6,000	40 Centimark Corp.	屋根補修	2,000
16 Brookshire Brothers	スーパーマーケット	5,400	41 Gensler	建築	2,000
17 Guckenheimer Enterprises	食品販売	5,000	42 Norcal Waste Systems	廃棄物処理	2,000
18 Schreiber Foods	チーズ製造	4,700	43 Stiefel Labs	医薬品	2,000
19 Ferrellgas Partners	ガス販売	4,300	44 Woodman's Food Market	スーパーマーケット	1,950
20 Herff Jones	賞品、贈答品	3,800	45 Crucible Materials	鉄鋼製造	1,900
21 Food Giant	スーパーマーケット	3,500	46 Burns & McDonnell Eng.	エンジニアリング / 建築	1,850
22 Appleton	紙製造	3,400	47 Swinerton	鉱業 / 建設	1,800
23 HDR, Inc.	エンジニアリング	3,100	48 Weston Solutions	環境エンジニアリング	1,800
24 HNTB	建築 / エンジニアリング	3,000	49 Alion Science and Technology	リサーチ	1,800
25 Bi-Mart	ドラッグ・ストア	3,000	50 Rosendin Electric	電気	1,800

(出所) National Center for Employee Ownership, Employee Ownership Report, Sep./Oct. 2005

般従業員が多額の借入を行って企業を買収するというのは、わが国では考えにくいことだが、米国では、レバレッジド ESOP の存在ゆえに現実的な選択肢となっている。

・非公開企業 ESOP の制度

1. 非公開企業 ESOP 特有の税制優遇

ESOP には、企業拠出の損金算入に加えて、企業が ESOP への支払配当を損金算入できるなど、特徴的な税制優遇が付与されている(図表 2)。さらに、非公開企業 ESOP の場合、オーナーが保有自社株を ESOP に売却した際に、売却により得た資金を米国企業株式などの「適格代替資産」に再投資すれば、その時点でのキャピタルゲイン課税を繰り延べることができる。内国歳入法 1042 条に基づき行われることから、「1042 取引」とも呼ばれる。適格代替資産の売却時点で、繰り延べ分も含めて課税対象となるが、オーナーの死亡により遺産に繰り入れられた場合など、

キャピタルゲイン課税が行われぬままとなることもあり得る。

1042 取引の主な適格要件として、オーナーが ESOP への売却時点で当該自社株を 3 年以上保有していること、この取引により ESOP の保有比率が 30% 以上になること、適格代替資産は米国企業発行の有価証券で、国債、地方債、投資信託は認められないことなどがある(図表 3)。

2. 買い戻し義務

非公開企業 ESOP の場合、例えば加入者が退職年齢(59.5 歳)に達して個人口座の自社株を売却しようとしても、そのまま取引市場が存在しない。そこで、非公開企業 ESOP の加入者には、離転職時に企業に対し、企業が自社株を公正な価格で買い戻すよう要求する権利が与えられる²。企業にとっては義務付けなので、「買い戻し義務」と呼ばれる。

ESOP からの給付は、退職年齢到達、死亡、

図表 2 ESOP の主要な税制優遇

企業拋出	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業拋出は損金算入可 ・ 損金算入額の税制上の上限が適用されるのは、自社株取得のための企業拋出と、融資の元本返済のための企業拋出 ・ 融資の利息返済のための企業拋出は、高額給与所得者のための拋出が拋出全体の 3 分の 1 以下であれば、上限の枠外となる
支払い配当	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業が ESOP に支払う配当は損金算入可 ・ 加入者に直接または ESOP 経由で配当が支払われればよい ・ 配当を融資返済に当ててもよい。ただし、相当額の自社株を加入者の口座に配分する ・ 加入者に対し、受取配当を ESOP での自社株取得に当てる選択肢の提示も可
転職・退職時	<ul style="list-style-type: none"> ・ 59.5 歳前の引き出しは 10% のペナルティ課税の対象となるが、個人退職勘定 (IRA) に資産移管すればペナルティを受けずに済む ・ 59.5 歳以降であれば、引出時点で受取額は通常所得として課税される

(出所) 野村資本市場研究所

図表 3 非公開企業オーナーの ESOP への自社株売却益課税繰延

対象となる自社株	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券市場で取引可能な株式を発行していない企業の自社株 ・ オーナーが退職プラン、ストック・オプション等を通じて取得したものではない ・ オーナーは売却時点で当該自社株を 3 年以上保有している
ESOP による自社株保有	<ul style="list-style-type: none"> ・ オーナーとの取引後、発行済株式数または時価総額の 30% 以上を ESOP が保有する ・ 複数のオーナーと同時期に取引する場合、ESOP の保有が合計で 30% 以上となれば、全てのオーナーが課税繰延措置を享受できる ・ オーナーとの取引後 3 年間に ESOP が自社株を売却し、その結果、オーナーとの取引直後の保有株式数を下回る、または保有株式が時価総額の 30% を下回る場合、企業は売却益に対し 10% のペナルティ課税を受ける
適格代替資産	<ul style="list-style-type: none"> ・ オーナーは ESOP への自社株売却前 3 ヶ月から売却後 12 ヶ月の間に、適格代替資産への再投資を行う ・ 適格代替資産は、米国で事業活動を行う企業の発行する有価証券。政府機関の発行する証券、投資信託などは除く
オーナー等による ESOP 加入	<ul style="list-style-type: none"> ・ オーナー自身、その配偶者・兄弟・直系親族、25% 超の保有者は、当該取引後 10 年または当該取引により生じた借入返済の長い方の間、ESOP に加入できない ・ この規定に反して、自社株が該当者の口座に配分されると、企業は配分額に対し 50% のペナルティ課税を受ける
適格代替資産の売却	<ul style="list-style-type: none"> ・ オーナーが適格代替資産を売却した時点で、ESOP への売却時点で繰り延べられた分も含めた売却益に対し課税される ・ ただし、オーナーの死亡、贈与による譲渡は対象外となる

(注) 内国歳入法 409 条、1042 条、4978 条などの規定

(出所) 野村資本市場研究所

障害を理由とする場合は、その翌年以内に、転職などそれ以外の理由の場合は、その翌年から 5 年以内に行われなければならないとされている。ただし、未返済の借入が残っている場合、転職等の理由による給付であれば、借入の返済終了まで給付開始を延期することができる³。

給付が開始された時点で、企業の買い戻し義務が発動される。加入者が買い戻しを請求できる期間は、給付開始時から 60 日以内で、

この間に加入者が請求を行わなかった場合、翌年にもう 1 度、60 日間の請求期間が設けられる。加入者は一時金での給付を請求できるが、その場合でも、企業は、最長 5 年の定時均等払いで買い戻し義務を果たすことができる⁴。

このように、買い戻し義務をめぐる規制は、企業にある程度の猶予期間を与える形になっている⁵。とはいうものの、非公開企業は ESOP の提供に当たって、毎年の買い戻し請

求額を予測し、資金を手当てしなければならない⁶。また、買い戻した自社株の用途、すなわち、将来の加入者への配分に「再利用」するか、消却するかなどもあらかじめ決めておく必要がある。

3. 株式評価

非公開企業 ESOP は、ESOP による自社株取得時及び年度末に、独立の評価者による株式の評価を受けなければならないとされている⁷。また、ESOP がオーナーや企業から自社株を取得する際には、「適正な対価」(adequate consideration) を用いることとされている⁸。非公開企業の場合の適正な対価とは、受託者により誠実に決定された公正市場価額と定義されているが⁹、実務上は、受託者が選定した独立の評価者が提示する価額が用いられる。

公正市場価額の定義及び算定方法については内国歳入庁 (IRS) のレベニュー・ルーリング (通達の一つ) 59-60 号と労働省が 1988 年に出した規則案が参照されている。すなわち、公正市場価額とは、「取引の意思がある購入者と販売者が、強制されない状況下で、関連事実について合理的な知識に基づき取引する際の価格」であり、考慮すべき要素としては以下が挙げられている。

- ・ 事業の内容、企業の歴史
- ・ 一般的な経済環境及び企業の属する産業の見通し
- ・ 自社株の簿価と企業の財務状況
- ・ 企業の収益力
- ・ 企業の配当余力
- ・ のれんの有無
- ・ 過去の株式の売却とブロックの大きさ
- ・ 類似の公開企業の株価

また、ESOP 特有の要素として、一般に、税制優遇措置の存在や、上述の買い戻し義務の存在などが指摘される。

なお、レベニュー・ルーリング 59-60 は、

元々は贈与及び相続時の非公開株評価のガイドランスとして 1959 年に出されたが、その後、1965 年には同ルーリングを他の租税目的でも幅広く適用可能とするレベニュー・ルーリングが出された¹⁰。74 年に従業員退職所得保障法 (ERISA) により ESOP が導入されると、非公開企業 ESOP の規制に対応するための株式評価も、自ずとレベニュー・ルーリング 59-60 に依拠する形で行われるようになったと言われる。

このように非公開企業 ESOP の規制上、独立の評価者による株式の評価を得ることが重視されているわけだが、米国には、そのような資産評価サービスを提供する業者が多数存在する。不動産、設備、事業持分等の評価を、遺産税、贈与税、離婚、合併、ESOP など様々な用途で幅広く手掛ける資産評価専門の業者もいれば、投資銀行や会計事務所の特定部署が手掛ける場合もある。

資産評価業者の公的な資格試験や登録義務は、不動産評価を除くと存在せず、民間の協会が研修や試験を実施し、合格者の資格認定を行っている。代表的な協会としては、貴金属、不動産、動産、事業など幅広い資産評価を対象とする米国鑑定士協会 (American Society of Appraisers、ASA)、事業評価に特化した事業鑑定士協会 (Institute of Business Appraisers、IBA)、公認会計士の事業評価業務等を支援する目的で設立された全米認定評価アナリスト協会 (National Association of Certified Valuation Analysts、NACVA) がある。米国公認会計士協会 (American Institute of Certified Public Accountants、AICPA) も、NACVA とは別に資産評価の資格認定を行っている¹¹。(図表 4)

ESOP に関する情報発信等を行う非営利組織の ESOP 協会 (ESOP Association) や NCEO (National Center for Employee Ownership) は、ESOP 関連サービスの専門業者の名簿を提供しているが、株式評価の力

図表 4 米国の資産評価者協会の認定資格

協会	NACVA			AICPIA	IBA			ASA		
	資格名 (開始年)	CVA (1991)	AVA (1999)	CFFA (2000)	ABV (1997)	CBA (1978)	AIBA (1998)	BVAL (1998)	ASA (1981)	AM (1981)
概要	事業評価			訴訟支援	事業評価	事業評価		訴訟支援	資産評価	
必要資格 学歴 評価経験 その他	大卒 不要 CPA	大卒 2-10年 なし	大卒 不要 あり	大卒 10件 CPA	大卒相当 5年 なし	大卒相当 必要 なし	なし 不要 CBA/CVA/ ASA/ABV のどれか	大卒相当 3年 なし	大卒相当 1.5年 なし	
試験内容	5時間、ケーススタ ディ		6時間、 ケースス タディ	8時間	6時間、 顧客レ ポート2 本	4時間、 顧客レ ポート1 本	4時間、顧 客レポー ト	12時間、 顧客レ ポート2 本	12時間、 顧客レ ポート2 本	
認定者数	4800	150	60	1500	400	40	60	800	100	
会員数	6000			330000	3000			6000		

(注) CVA=Certified Valuation Analyst、AVA=Accredited Valuation Analyst、CFFA=Certified Forensic Financial Analyst、ABV=Accredited in Business Valuation、CBA=Certified Business Appraiser、AIBA=Accredited by IBA、BVAL=Business Valuator Accredited for Litigation、ASA=Accredited Senior Appraiser、AM=Accredited Member

(出所) NACVA

テゴリーでの登録者の多くが、これらの協会の認定資格保有者である。米国では、このような資産評価のインフラが整備されている点が、非公開企業 ESOP の運営を可能にしていると言える。

・非公開企業 ESOP 向け融資

ESOP 関連の融資は、基本的には一般のターム・ローンと大きく変わらないと言われるが¹²、下記のような特徴を伴うのも事実であり、ESOP の規制に精通した専門家を擁する銀行の存在が欠かせない。

1. ESOP 融資の特徴¹³

1) 資金の使途

ESOP 向け融資は、その目的がオーナーの保有する自社株取得の場合、機械設備の購入や販売促進といった事業活動に直接はつながらない。銀行は、企業が運転資金や設備投資資金のために行いうる借入を把握し、ESOP 融資の余地があるかを判断する必要がある。

2) 貸借対照表への影響

ESOP による借入は、企業会計上、企業の負債として計上される。さらに、レバレッジド ESOP の取得した自社株は、当初は「仮勘定」に入れられ、借入の返済が進むと共に従業員の個人口座に移されていくが、仮勘定内にある ESOP 保有自社株は企業会計上、企業の自己資本から差し引かれる。これらにより、企業の負債比率は大幅に上昇し、債務超過となることすらあり得る。

3) 1042 取引の適格代替資産

銀行は ESOP 融資を行うに当たって企業資産を担保に取るのが一般的だが、別途、オーナーが 1042 取引により取得した適格代替資産を担保として要求することもある。流動性の高い資産に再投資していれば、銀行にとって魅力的な担保物件となりうる。

4) 買い戻し義務と返済能力

前述のように、ESOP を提供する非公開企業は、離退職する加入者から自社株を買い戻す義務を負う。銀行は企業の返済能力を判断するに当たって、買い戻し義務の対応に必要

な資金を把握する必要がある。

5) 税制優遇

ESOP 融資の元利金返済は企業拠出により行われ、ESOP への企業拠出は損金算入可能である。また、企業は ESOP への支払配当を損金算入できるが、その際、配当の行き先として、加入者への支払いと並んで、融資の返済に回すことも認められている（図表 2）。これらの分だけ、債務返済に回せるキャッシュフローが増加する。

2. ESOP 融資の実際¹⁴

1) 融資の対象

規制上、銀行は ESOP に直接融資することも、企業に融資して、企業がその資金を ESOP に融資する形を取ることも可能であるが、実際には後者が一般的である（図表 5）。

銀行側の理由は、いずれにせよ返済の原資は企業により拠出される以上、資金源に近い方に融資する方が合理的である、企業の

資産を担保に取りたい¹⁵、といったものである。銀行から企業への融資の用途は、企業から ESOP への融資に限定される。2 つの融資の条件が同一である必要はなく、実際に、同一である場合と、そうでない場合の両方がある。

2) アモチゼーション

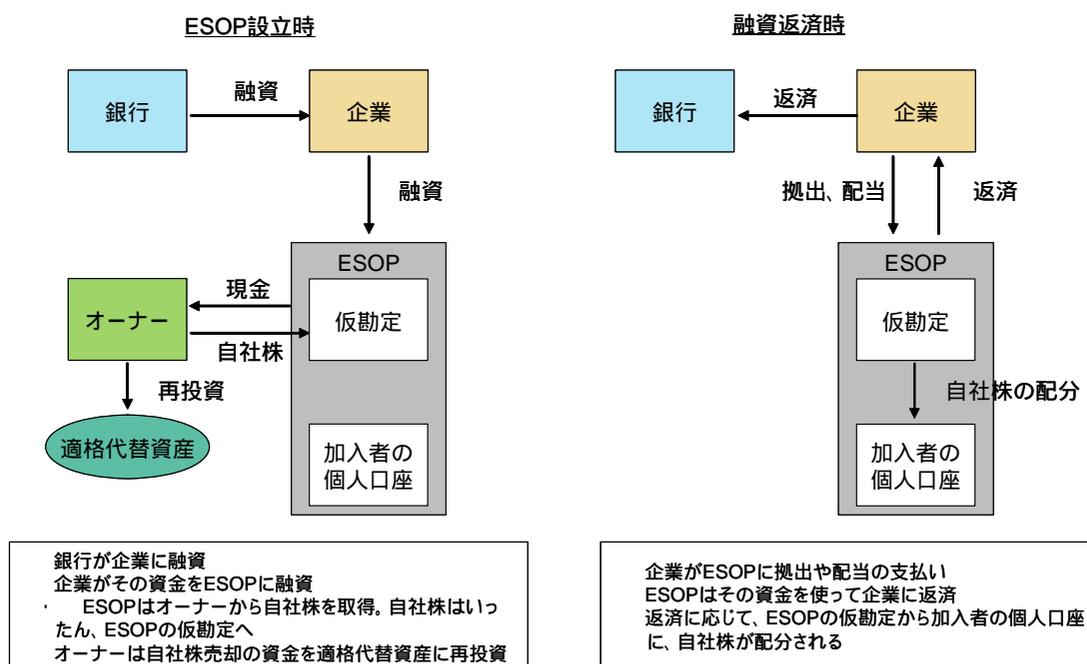
ESOP 融資のアモチゼーション期間は、通常 5~10 年で、5~7 年が最も一般的と言われる（図表 6 を参照）。

銀行から企業への融資と、企業から ESOP への融資の返済期間が同一である必要はないので、企業は銀行への返済を契約どおり進めつつ、従業員数の変動に応じて ESOP から企業への返済期間を調整するといったことも可能である¹⁶。

3) 担保、保証

企業資産に対する先取特権の設定が標準的と言われる。企業の売掛金、在庫、設備、不

図表 5 企業経由の ESOP 融資



(出所) 野村資本市場研究所

動産などが含まれる。担保不足の場合、前述のように、オーナーが適格代替資産を担保として差し入れることもある。この場合、担保は融資の返済に比例して解除されていく。(図表6を参照)

4) 財務制限条項

ESOP 融資の財務制限条項では、キャッシュフローとして、EBITDA に、ESOP 導入による「加算」をしたものが用いられる。すなわち、ESOP への拠出等の ESOP 関連支出を加算した EBITDAE (Earnings before

Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Employee benefit expense、金利・税金・償却・従業員給付費用前利益) が用いられる。

デット・サービス・カバレッジ・レシオ (DSCR) は、上記 EBITDAE と元利返済金合計との比率となる。その他に、レバレッジ (固定負債と EBITDAE の比率)、インタレスト・カバレッジ・レシオ (EBITDAE と支払利息の比率)、固定費用カバレッジ (EBITDAE と固定費用の比率) が含まれる。

5) 非公開企業 ESOP 特有の条件

ESOP の特性ゆえに、以下の条件が付され

図表6 非公開企業向け ESOP 融資の条件 (例)

	A行	B行	C行	D行
プロフィール	・欧州系銀行傘下の中西部大手行	・スーパー・リージョナル・バンク	・中西部のリージョナル・バンク	・西部のリージョナル・バンク
期間	・アセット・ベース・ローンの場合、担保に取る資産次第 ・キャッシュフロー・ベースの場合、長くて5~7年	・通常、5年。長くて7年	・5~7年のターム・ローンが標準的	・10年か7年のターム・ローン
金利	・変動金利 (LIBOR + x bps)	・変動金利のみ (LIBOR + x bps)	・変動 (プライム・レート + x bps)、固定 (対象企業の内部資金コスト・ベース) の両方を提示	・変動金利 (プライム・レートまたは LIBOR + x bps) ・固定金利も扱う
融資規模、シンジケーション	・通常、700~1000万ドルを下限に、上限は1億ドル ・シンジケートも組成する	・300~500万ドルは小さい	・2行での共同融資もある	・キャッシュフローと企業資産の価値によるが、300~1000万ドル
担保・保証	・無担保は稀だが、100%担保とは限らない	・可能な限りの企業資産を担保に取る	・企業資産を担保に取る ・必要であればオーナーの適格代替資産も担保に取るが、企業資産と両方は要求しない	・企業資産を担保に取る ・オーナーの適格代替資産は必ず担保に取る ・オーナーによるそれ以外の個人保証もありうる
その他の条件	・企業の金利エクスポージャに応じて金利ヘッジ (変動・固定スワップ)	・期間7年などの場合、キャッシュフロー・リキャブチャーを求める	・期間8年などの場合、キャッシュフロー・リキャブチャーを求める	・売掛金勘定への依存が大きい場合は、流動比率等を見る

(注) 1. ESOP 融資を手掛ける米銀担当者へのヒアリング (2005年8月) に基づく

2. キャッシュフロー・リキャブチャーとは、毎年の超過キャッシュフローの一定比率を元本返済に当てる取り決め

(出所) 野村資本市場研究所

ることが珍しくない。

- ・ 銀行から見て適切な資産評価会社を採用していること
- ・ ESOP トラストの独立性の確保
- ・ ESOP に精通し、企業とは独立な法律顧問等の存在
- ・ 買い戻し義務の予測が十分に行われていること

なお、銀行が ESOP の運営管理に直接関与することはないが、買い戻し義務の対応状況など、企業の返済に影響しうる部分は確認する。

別途、運転資金提供のためのリボルビング・ライン・オブ・クレジットを提供する。理論的には、ESOP ターム・ローンは固定資産、貸付枠は流動資産を担保に取るが、実際には企業の状況により様々である。不動産融資、別の目的のターム・ローン、キャッシュ・マネジメントなどを提供することもあり得る。

6) ESOP 以外のサービス

銀行が ESOP 融資を手掛ける際には、通常、

図表 7 オーナーの保有自社株売却目的でのレバレッジド ESOP 設立 (例)

ESOPターム・ローン		リボルビング・ライン・オブ・クレジット	
金額:	750万ドル	金額:	250万ドル
期間:	10年	期間:	2年
目的:	株主Aから従業員へのESOPを通じた自社株移転のための資金調達	目的:	短期の運転資金ニーズのための資金調達
返済:	月次 元本は以下の金額(年間)	返済:	利息は月次、元本は満期時返済
	1・2年目 95万ドル	担保:	企業資産に対する先取特権
	3・4年目 87.5万ドル		
	5年目 78.4万ドル		
	6・7年目 78.3万ドル		
	8・9・10年目 50万ドル		
	利息は右表を適用(銀行との金利スワップにより固定金利とすることも可)		
担保:	企業資産に対する先取特権		

金利	
固定負債:EBITDA	金利
2:1以上	LIBOR(1ヶ月) + 200bps
1.5:1 ~ 2:1	LIBOR(1ヶ月) + 175bps
1.5:1未満	LIBOR(1ヶ月) + 150bps

財務制限条項	
DSCRは1.25:1.00以上	DSCR = (税引後利益 + 支払利息 + ESOP抛出 + ESOP配当 + 償却 - 資金調達前の資本支出) ÷ 元利金返済額
固定負債:EBITDA (毎四半期末に計測)	固定負債 = ノート、債券、資本リース契約等の企業の負債合計
05年第2四半期 ~ 06年第1四半期は3.00:1.0以下	EBITDA = 利益 + 支払利息 + 税金 + ESOP抛出 + ESOP配当 + 償却
06年第2四半期 ~ 07年第1四半期は2.50:1.0以下	純売掛金 = 売掛金勘定合計 + 請求額超過費用 - 費用超過請求額
07年第2四半期 ~ 08年第1四半期は2.25:1.0以下	
08年第2四半期以降は2.00:1.0以下	
純売掛金と固定負債の比率(毎四半期末に計測)	
05年第2四半期 ~ 06年第1四半期は100%以上	
06年第2四半期 ~ 07年第1四半期は120%以上	
07年第2四半期以降は140%以上	

(注) これらに加えて、財務諸表等の提出、年に1回の独立評価業者による株式評価、銀行との資産管理契約締結、手数料などに関する条件が規定される

(出所) 米国コンサルティング会社資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 レバレッジド ESOP を通じた事業承継等の例

企業	概要
MSA Professional Services (1962年創業のエンジニアリング会社)	<ul style="list-style-type: none"> 3人のパートナーシップとして創業、91年にESOPが設立され、1042取引で自社株を取得。 現在、従業員数300名で、ESOPが50%を所有。残りの50%は87名の従業員が所有。
Meyer Associates (テレマーケティング会社)	<ul style="list-style-type: none"> オーナー夫妻が会社の売却を検討するが、外部の購入者相手では雇用と事業の地域密着を確保できない可能性が懸念され、ESOPが最適と判断された。 7名の主要マネジャーが5万ドルずつ拠出して10%を取得。これにより経営の継続性を担保。2002年にレバレッジドESOPが40%を取得。その後5年以内にさらに40%を取得の予定。オーナーは段階的な引退を予定。
Lewis Tree Service (1938年創業の植生管理会社)	<ul style="list-style-type: none"> 87年、オーナー家族が多国籍企業に会社を売却したが90年にオーナー家族の1人と投資家グループが買い戻した。96年、オーナーは再び売却を検討し、いくつかオファーを得るが成立しなかった。 98年、ESOPが設立され自社株の30%を取得。2000年に残りを取得。
CPES (1980年創業の障害者向けサービス会社)	<ul style="list-style-type: none"> 90年、2人の創業者の残りの1人が事業経営からの引退と所有持分の売却を考えた。多くの従業員がオーナーになることに関心を示した。 レバレッジドESOPが設立され、数年かけてCPESはESOPが100%所有することに。多くの従業員が会社に残った。
Sentry Equipment (1924年創業の発電所等の分析装置メーカー)	<ul style="list-style-type: none"> 80年、家族オーナーが引退を考え、85年にESOPが売却相手として最適と判断。レバレッジドESOPを設立、90年に夫が、96年に妻が、経営、次いで取締役会からも退いた。
A. Epstein and Sons International, Inc. (再開発会社)	<ul style="list-style-type: none"> 2000年に主要オーナー2名が引退を考え、外部への株式売却も検討したが、雇用喪失の可能性を恐れて断念。一方、250名の従業員中45名がすでに自社株を保有しており、自社株保有のアイデアには馴染みがあった。 2000年、レバレッジドESOPが設立され、最終的に46%を取得することに。
American Systems Corp. (1974年創業のシステム・エンジニアリング会社)	<ul style="list-style-type: none"> 90年、創業オーナー2名の保有株式売却のために、ESOPが設立されることに。レバレッジドESOPが30%の自社株を取得。 97年、ESOPが追加の借入を行い、残りの自社株を取得。
Lloyd Enterprises, Inc. (建設用整地・舗装)	<ul style="list-style-type: none"> 94年、創業者オーナーが会社の一部を従業員に売却したいと考え、レバレッジドESOPを設立。ESOPは10年間の借入により51%を取得。
HNTB Corporation (1914年創業の建築・エンジニアリング・プランニング会社)	<ul style="list-style-type: none"> 93年にパートナーシップから法人化し、主に5名が所有。90年代後半、オーナーシップの移転を考えるようになり、合併、公開、売却を検討するが、自社の独立性の伝統を重視して、断念。99年、ESOPが最適と判断し、2000年に設立、2005年までに20%保有が目標。
Dunn Edwards Cop. (1925年創業のペンキ製造会社)	<ul style="list-style-type: none"> 2001年に3名のオーナー(2世代目)のうち2名が50%超に上る保有自社株の売却を求め、1500名の従業員によるESOPが借入等により取得。
Meade Instruments Corp. (1972年創業の望遠鏡製造会社)	<ul style="list-style-type: none"> 96年、創業者への流動性付与を目的に、ESOPを設立、借入等により自社株を取得。 97年に新規公開。
Cargill Inc. (1865年創業の食品等コングロマリット)	<ul style="list-style-type: none"> 世界最大の非公開企業。創業一家の子孫が保有自社株の流動化を求め、92年にESOPを設立し17%(当時)を売却する形で決着。1.7万人以上の米国従業員が加入した。

(出所) NCEO, Employee Ownership Report、報道等より野村資本市場研究所作成

銀行は、ESOP 融資を単独の取引としてではなく、その企業との総合的なリレーションシップに基づくサービス提供の一部として行っている。さらに、ESOP に自社株を売却したオーナーの適格代替資産の管理口座や投資アドバイスといった、ウェルス・マネジメ

ント・ビジネスも同時に獲得することを目指す場合もある。

・レバレッジド ESOP と事業承継

冒頭で述べたように、現在、レバレッジド

ESOP は、非公開企業オーナーが 1042 取引による税制優遇を得つつ、事業を従業員に譲るといった利用目的が中心と言われている。例えば、図表 7 のような形でレバレッジド ESOP が設立される。

オーナーの資産管理の観点からは、自分の企業の非公開株式が大半ということも珍しい保有資産に、流動性を付与する一手法ということになる。これは引退後の生活資金確保と同時に、遺産に組み込まれる資産に流動性を付与しておくことにもなり、遺産税の支払いに備える意味合いも持つ。

事業承継の観点からは、1042 取引の要件では、ESOP が取得する自社株は 30% 以上とされているので、オーナーは一気に全株式の売却を迫られることなく、望めば段階的な引退が可能となる。さらに、自社株売却で得た資金を、米国企業の株式等に再投資することが求められるが、自分のビジネスを育て、その果実を享受したオーナーが、今度は他社へのリスクマネー供給者になるわけである。

ESOP は、米国政府の中小企業向け情報提供の中でも、創業者の引退の一手法として紹介されている。米国中小企業庁（SBA）が 22 の省庁の協力を得て運営しているウェブサイト Business.gov は、創業・経営・成長・引退の各フェーズに合わせて関連法制やノウハウに関する情報提供等を行っているが、引退に際しての事業売却のページの中で、ESOP を、「ESOP への事業売却者とプランに加入する従業員の双方にとって多大な税制優遇措置があり、従業員による企業保有のメリットと併せると、企業オーナーが部分的な売却しか望まないような場合であっても魅力的な選択肢となりうる」と紹介している¹⁷。

図表 8 は、レバレッジド ESOP を通じた事業承継等の事例であるが、オーナーが外部への売却等の選択肢を検討しつつ、雇用や自社の独立性などを重視し、しばしば、段階的に ESOP への保有自社株売却を行っていること

が見て取れる。雇用や企業経営の継続性は、オーナーの引退に際して、従業員にとって最大の懸案事項の一つと考えられるが、ESOP は、従業員が自ら企業保有者となることでそのような不安を解消する方法を提供しているとも言える。

．おわりに

米国では、ベビーブーマー（1946～64 年生まれ）が退職年齢に入る今後、事業承継の必要性は着実に増加し、その中であって、レバレッジド ESOP 活用の拡大の余地は大いにあると見られている¹⁸。

わが国でも、2007 年には、団塊の世代が 60 代に達する。2005 年 4 月に出版された中小企業庁事業承継関連法制等研究会の中間報告では、中小企業経営者の高齢化が進む中での後継者選びの課題が指摘されているが、その中に経営権取得のための資金不足も含まれている¹⁹。非公開株式の評価など克服すべき課題はあるものの、わが国でも、新たな選択肢の一つとして、従業員による企業買収の途を拓くことへの潜在的なニーズは高いのではなからうか。また、引退するオーナーに資産を現金化する機会を与えつつ、キャピタルゲイン課税繰延の形で、すぐに消費する必要のない分を他企業への投資に誘導する 1042 取引の考え方は、参考にする余地があるのではなからうか。

なお、本稿では取り上げなかったが、米国非公開企業 ESOP は、オープン・ブック・マネジメント（経営数字の従業員との共有）と関連付けて、従業員の経営参加意識やモチベーション向上の方策として紹介されることも多い。ESOP の長期的な成功のためには、単に従業員を自社株の所有者にするだけでは不十分であり、これらの方策が継続されることが不可欠という指摘は、しばしば行われている。

¹ 公開企業の ESOP 活用については、野村亜紀子「米国公開企業による ESOP の活用とわが国への示唆」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号を参照のこと。

² 内国歳入法 409(b)(1)

³ 内国歳入法 409(o)

⁴ 内国歳入法 409(h)(4)、(5)

⁵ なお、これらは規制上の最長期間であり、より短期に設定するのは企業の自由である。NCEO の 2005 年調査によると、転職等の場合の給付開始は 1 年以内が 35.2%、1~4 年の待機後が 25.4%、5 年間の待機後が 34.5% だった (NCEO, *How ESOP Companies Handle the Repurchase Obligation* (NCEO, 2005))。

⁶ 脚注 5 の NCEO の 2005 年調査によると、資金源としてはキャッシュフローで対応するという回答が 72% と最も多かった。

⁷ 内国歳入法 401(a)(28)(C)

⁸ ERISA408(e)

⁹ ERISA3(18)

¹⁰ John W. Murphy and John P. Murphy, "An Introduction to ESOP Valuation," *ESOP Valuation* (NCEO, 2005) を参照。

¹¹ Idelle A. Howitt, "How to Appraise the Appraiser," *ESOP Valuation* (NCEO, 2005) を参照。

¹² かつて金融機関の ESOP 向け融資には、金融機関の受取利息の 50% 益金不算入という税則優遇があり、その適格要件に合わせる形での融資となっていた。96 年にこの措置が廃止され、以後、一般の融資との大きな違いがなくなったと言われる。

¹³ Mary S. Josephs, "Senior Credit Underwriting for ESOP Transactions," *Leveraged ESOPs and Employee Buyouts* (NCEO, 2005) を参考にした。

¹⁴ 脚注 12 の Josephs 論文、Kenneth E. Serwinski, "Financing the Leveraged ESOP," *Leveraged ESOPs and Employee Buyouts* (NCEO, 2005) を参考にした。また、一部の記述は ESOP 融資を手掛ける米銀担当者等へのヒアリングに基づく。

¹⁵ ESOP に直接融資すると、ESOP 保有自社株を担保に取ること、及び、企業の保証を得ることができるが、直接企業の資産を担保に取の方が好まれるようである。

¹⁶ 例えば、従業員数が急減した場合、ESOP から企業への返済原資である企業拠出を予定通り行うと、1 人当たりの拠出額が急増し、税法上の拠出上限に触れなかったとしても、報酬制度としての説明が困難である。返済期間を延長すれば、年間の返済額が減少し、この問題を回避できる。

¹⁷ <http://www.business.gov/>

¹⁸ Corey Rosen, "NCEO Issue Brief: The State of Employee Ownership 2005," Feb. 2005.

¹⁹ 中小企業庁「事業承継関連法制等検討研究会中間報告～中小企業における円滑な事業の承継をサポートする環境の整備～」(2005 年 4 月) 11 ページを参照。