

「日本版ESOP」における議決権行使の問題点

— 信託スキームを中心として —

石 田 眞

目次

はじめに

I 米国におけるESOPの概要

- 1 leveraged ESOPの仕組み
- 2 ESOPの議決権行使に関する法規制
- 3 leveraged ESOPを用いた場合の議決権行使
 - (1) ESOP信託の保有する株式の議決権行使方法について
 - (2) 議決権行使に関する労働省によるletter
 - (3) 議決権行使に関する判例
 - (4) 労働省によるletter及び判例の分析

II 「持株会発展型ESOP」信託スキームについて

- 1 信託スキームの概要
 - (1) 信託スキームの仕組み
 - (2) 信託スキームにおける株式の保有
- 2 信託スキームにおける保有株式の議決権行使
 - (1) 従業員持株会の保有する株式の議決権行使について
 - (2) 信託の保有する株式の議決権行使について
- 3 信託スキームにおける議決権行使方法の問題点
 - (1) 信託スキームとして採り得る議決権行使方法
 - (2) 議決権行使方法の問題点

おわりに

はじめに

最近、「日本版ESOP」が話題に上ることが多くなってきた。以前から株価対策や株式持合い解消の受け皿として⁽¹⁾、米国型のEmployee Stock Ownership Plan（以下「ESOP」とする）の導入が産業界から強く要請されていた⁽²⁾。しかし、米国で広く利用されているESOPは、確定拠出型企業年金制度であることから、それをわが国にそのままの形で導入することが困難であった⁽³⁾。そこで、米国のESOP制度を参考にして開発されたのが「日本版ESOP」であり⁽⁴⁾、制度的には米国のESOPとは大きく異なる⁽⁵⁾。

近年、「日本版ESOP」としていくつかのスキームが開発され、一部の企業で導入されてきたが、平成20年11月17日に、経済産業省から「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」⁽⁶⁾（以下「経産省報告書」とする）が出されたことにより⁽⁷⁾、益々「日本版ESOP」を導入する企業が増えてきている⁽⁸⁾。

「日本版ESOP」は、信託や一般社団法人⁽⁹⁾などのビークル(vehicle)を利用して自社株式を従業員に取得させることにより、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上を図ることを目的として設けられたスキームである。現在、いくつかの形態のスキームが提案されているが、大別すると、「持株会発展型ESOP」と「従業員退職給付型ESOP」⁽¹⁰⁾とに分けることができる⁽¹¹⁾。さらに、「持株会発展型ESOP」は、「信託スキーム」と「一般社団法人(中間法人)スキーム」⁽¹²⁾という2種類のスキームに分けることができる⁽¹³⁾。

「日本版ESOP」は、ビークルを用いて自社株式を従業員に取得させるスキームであるが、現在提案されているいずれのスキームにおいても、ビークル内に多くの株式が保有されることになる。これら保有されている株式の取扱いについては、特別な法律で規制されているわけではなく、各スキームにおいて自由にその議決権行使方法を設計することが可能となっている。実際、いくつかの方法が信託銀行等によって提案されている。また、「経産省報告書」の中でも、複数の議決権行使方法が提案されている。しかしながら、現在提案されている議決権行使方法は、主に会社法との関係で検討され、妥当とされた方法であって、実際に適用するには問題点が若干あるように思われるので、この点について明らかにしていきたい。

なお、現在提案されている「日本版ESOP」のうち、「持株会発展型ESOP」の信託スキーム(以下「信託スキーム」とする)が最も多くの企業で採用されていることから⁽¹⁴⁾、本稿においては、信託スキームのみを取扱うものとする。

検討に際しては、「日本版ESOP」を創設するに際して手本とした、米国のESOPを参考とする。米国においては、ESOP信託の保有する株式の議決権行使方法に関して、労働省によるletterや判例がいくつか出されているので、それらを検討の手掛かりとする。

まず、Ⅰの「米国におけるESOPの概要」において、「日本版ESOP」が参考とした米国のESOPの一形態であるleveraged ESOPの基本的な仕組みと議決権行使に関する法規制を見ていくこととする。そして、そのようなESOPの信託内に保有する株式の議決権行使に関する労働省のletter及び判例を分析することで、米国における問題点を明らかにしていきたいと考える。次いで、Ⅱの「「持株会発展型ESOP」信託スキームについて」では、まず、本稿において検討の対象とする信託スキームの代表的なスキームとして、E-Shipを紹介する。次に、信託スキームを採用した場合、従業員持株会とピークルにおいて株式が保有されることになるので、それらの基本的な仕組みと法律関係を見ていくこととする。そして、それらが保有する株式に対しては、現在いくつかの議決権行使方法が提案されているので、それらを整理し、米国のESOPにおける議決権行使方法の問題点を参考に、現在提案されている信託スキームにおける議決権行使方法の問題点を明らかにしていきたいと考える。

Ⅰ 米国におけるESOPの概要

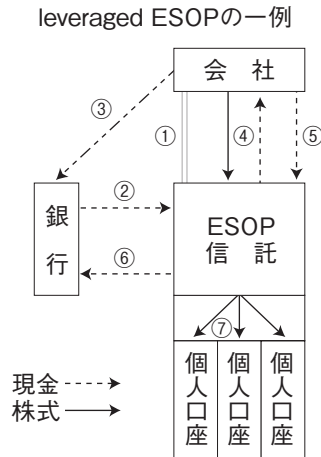
1 leveraged ESOPの仕組み⁽¹⁵⁾

米国において確定拠出型企業年金制度の一形態とされるESOPは、基本的にInternal Revenue Code (以下「内国歳入法典」とする)、及びEmployee Retirement Income Security Act of 1974(以下「ERISA」とする)によって規制されており、広く利用されている⁽¹⁶⁾。米国では大規模な上場会社において、

敵対的企業買収の防衛策⁽¹⁷⁾や、経済的に危機的状況にある会社の再建策⁽¹⁸⁾としても活用されているが、最近では、非上場会社における事業承継の手段としても利用されている⁽¹⁹⁾。

米国では、銀行などの金融機関からの借入れを利用して自社株式を買い付けるleveraged ESOPが一般的に用いられており、基本的なleveraged ESOPの手順は⁽²⁰⁾、以下の通りである⁽²¹⁾。

- ①会社はESOPのために信託(trust)を設定する。
- ②信託は金融機関から借入れを行う。
- ③会社は借入金の返済を保証する。
- ④信託は借り入れた資金で会社の株式を購入する。購入された株式は、一旦仮勘定(a suspense account)において保有され、借入金の担保として金融機関に質入れされる。
- ⑤会社は信託に対して継続的な拠出を行う。
- ⑥信託は借入元本とその利子を返済する。元本を返済された部分の株式については担保を解除される。
- ⑦担保を解除された株式は加入者の個人口座(individual account)に割り当てられる。



上記のような形態を有するleveraged ESOPは、上場会社、非上場会社を問わず広く用いられており⁽²²⁾、上場会社の中にはESOPが発行済株式数の30%以上を有する会社もある。

2 ESOPの議決権行使に関する法規制⁽²³⁾

米国において、確定拠出型企業年金制度と位置づけられるESOPは、基本

的に内国歳入法典及びERISAによって規制されている。そのため、ESOP信託の保有する株式の議決権行使についても、両法律が適用されることになる。

ESOP信託が保有する株式のうち、各加入者及び受益者の個人口座において保有されている株式の議決権行使に関しては、上場会社⁽²⁴⁾では、株主総会のすべての決議事項に関して、加入者及び受益者に指図する資格が与えられることになっている(内国歳入法典409条(e)(2))。いわゆるパス・スルー投票(pass-through voting)と呼ばれる議決権行使方法である。一方、非上場会社においては、吸収合併(merger)、解散(dissolution)、資本再構成(recapitalization)、あるいは会社の資産全部もしくは大部分を譲渡するような取引の承認決議においては、パス・スルー投票を行わなければならないこととされている(内国歳入法典401条(a)(22)、409条(e)(3))。

従業員年金制度の保護を目的とするERISAにおいては⁽²⁵⁾、受託者責任との関係で規定されている。それによると、本来、信託受託者(trustee)がESOP信託の制度資産の管理と支配について、排他的な権限と裁量権をもつものとされており(ERISA403(a),29U.S.C. § 1103(a))、受託者責任を負うことになっている。ただし、制度規約において、信託受託者は指名受託者(named fiduciaries)の指図に従わなければならないものとする旨の規定が設けられている場合には、信託受託者は指名受託者の指図に従わなければならないこととされている(ERISA403(a)(1),29 U.S.C. § 1103(a)(1))。なお、指名受託者とは、制度の業務と管理を運営し、かつ支配する権限を有する者である(ERISA402(a)(1),29U.S.C. § 1102(a)(1))。そして、当該制度が個人口座を備え、かつ各加入者または受益者が当該個人口座内に有する資産につき指図可能な制度になっている場合において、もし加入者または受益者が個人口座内の資産について指図したならば(ERISA404(c),29 U.S.C. § 1104(c))、信託受託者は、このような加入者または受益者の指図によって生じた如何なる損失、あるいは義務違反に対しても責任を負わなくてもよいものとされている(ERISA404(c)(2),29 U.S.C. § 1104(c)(2))。また、信託受託者の権限のうち、制度資産の管理、取得、処分についての権

限を投資マネージャー (investment manager) に委譲することも可能とされている (ERISA3 (38), 403 (a) (2), 29U.S.C. § 1102 (38), 1103 (a) (2))。そして、信託受託者、指名受託者及び投資マネージャーのような受託者 (fiduciary) は、権限の有するところ、裁量の及ぶ範囲において責任を有する信託義務者であり、注意義務、忠実義務等のERISA上の義務を負うこととされている⁽²⁶⁾。なお、信託受託者は制度規約あるいは指名受託者によって任命されることとなっているが、投資マネージャーは任意とされる (ERISA402 (c) (3), 29U.S.C. § 1102 (c) (3))⁽²⁷⁾。

3 leveraged ESOPを用いた場合の議決権行使

(1) ESOP信託の保有する株式の議決権行使方法について

leveraged ESOPは、米国において多くの企業で採用されているが、この方法を用いた場合、ESOP信託内にある加入者及び受益者の個人口座に分配された株式 (以下「分配株式」とする) と、ESOP信託内の仮勘定において分配されずに残っている大量の株式 (以下「未分配株式」とする) が存在することになる⁽²⁸⁾。分配株式の議決権行使方法については、上述のように内国歳入法典の規定により、パス・スルー投票を行うこととされているが、未分配株式の議決権行使方法に関しては、法律上、特に規定されているわけではない。また同様に、分配株式で投票に際して指図されなかった株式 (以下「不指図分配株式」とする) の場合も、特に法律上の規定があるわけではない⁽²⁹⁾。そこで、このような株式の議決権行使がどのようになされるのかが問題となる。これらの株式の議決権行使は、通常、信託受託者によってなされることになっているが、その際、信託受託者は加入者及び受益者のために、それらの株式の議決権を行使しなければならないことになっている。一般的に上場会社では、未分配株式の議決権行使方法については、ミラー投票規定 (mirror voting provision)⁽³⁰⁾ が制度規約に設けられており、それに従って実施されている⁽³¹⁾。

以上がleveraged ESOPの形態を採る場合の議決権行使に関する法規制及び一般的な実施形態であるが、米国においては、実務上、重要な位置を占

めるのが労働省によるletter及び判例である。なお、ESOP信託の保有する株式の議決権行使に関する決定方法等は、敵対的企業買収時に株式を売却するか否かの決定等にも基本的に妥当するため、米国ではESOP信託の保有する株式の議決権行使に関する労働省によるletter及び判例は、敵対的企業買収時の株式売却の決定等に際して顕在化した問題に集中している⁽³²⁾。

(2) 議決権行使に関する労働省によるletter

労働省は、内国歳入法典及びERISAの規定の解釈及び取扱いに関する関係者からの問い合わせに対してletterを発することで、労働省としての解釈及び方針を示している。このようなletterは、個々の事例に対する労働省の回答であるが、一般的なものに関しては公表されており、その後、レギュレーション (regulation) として正式な形で労働省から発せられることもある。

① Carter Hawley Hale letter⁽³³⁾

Carter Hawley Hale Stores, Inc.の問い合わせに対するletterにおいて、労働省は、使用者有価証券(employer securities)を所有する適格な個人口座を有する制度の場合、公開買付時において分配株式を提供するか否かの決定を行うに際して、信託受託者が加入者から受けた指図が適切で、かつERISAに反しない一定の状況の下にあるならば、ERISA403条(a)(1)⁽³⁴⁾に基づき認められるものとしている。しかしながら、ERISA404条(a)(1)(D)⁽³⁵⁾に基づく制度規約あるいは書面がERISAに反する場合には認められるものではないとしている。

また、この場合の加入者から指図を受けることができる状況とは、letterによると、「加入者がどのように彼らの株式を投票するかにつき、使用者からの圧力なしに信託受託者に指図することであり、実際、独立した決定をしていたと、信託受託者が判断したときだけである。」とする。そして、信託受託者には、「その制度規定が公正に実施され、必要な情報が加入者に提供され、明らかに誤った、あるいは誤解を招きやすい情報が加入者に与えられていないと確信させる(あるいは、別の当事者によって加入者に与えられた、誤った又は誤解を招きやすい如

何なる情報も訂正すべきである)」ような状況にあるか否かを判断する責任があり、加入者の指図に従うことがERISAに反するか否かを判断する責任も、依然として有しているとしている。そして、もし加入者が使用者からの圧力の下にあり、その指図が「適切な指図」とは考えられない場合には、信託受託者はその指図を無視しなければならないものとしている。

② Polaroid letter ⁽³⁶⁾

Polaroid Stock Equity Planの信託受託者であるCitizens & Southern Trust CompanyのThobin Elrod氏に対するletterにおいて、労働省は、株式公開買付において、ESOP信託に所有されている株式を提供するか否かについては、制度資産の管理に関する信託受託者の行為であるとし、ERISA403(a) ⁽³⁷⁾の例外に該当しない限り、信託受託者がその排他的権限及び責任を有するものとしている。

さらにletterでは、分配株式の提供に関して、制度は信託受託者を指図する権限を加入者に与えなければならないものとし、加入者は分配株式を指図するという限られた意味合いで、指名受託者とみなされるものとしている。そして、信託受託者は403(a)(1)に基づいて、適切かつ制度の条項に合致し、さらに、ERISAの規定に違反していない指図に従うことができるものとしている。

また、未分配株式あるいは不指図分配株式の提供方法に関して、制度規約が如何なる場合においても、信託受託者が指図するものとしている場合には、投票の決定は信託受託者の排他的な責任となるものとしている。そして、信託受託者は、当該制度規約がERISAに反しない限り、その制度規約に従わなければならないものとしている。さらに、信託受託者は、これらの判断に際しては、ERISAの受託者責任の規定に従わなければならないものとしている。

③ Ian D. Lanoff letter ⁽³⁸⁾

米国労働総同盟(the American Federation of labor)の代表であるIan D. Lanoff氏に対するletterにおいて、労働省は、適格な個人口座を有する

制度において、制度規約がERISA403(a)(1)の例外に該当するならば、分配株式に関してはパス・スルー投票を認めるものとしている。しかし、その適用は未分配株式あるいは不指図分配株式にまでは及ぶものではないとし、後者のクラスに関しては、制度規約がミラー投票を認めている場合、信託受託者はERISAによって認められる範囲まで、制度規約に従わなければならないものとしている。

そして、当該制度規約がERISAに反しない限り、制度規約に従った信託受託者の責任を免除するものとしている。ただし、その指図がERISAに反するか否かを判断するために、信託受託者に対して課されている、入念な調査や評価を行う義務の範囲を減らすものではないとしている。また、未分配株式及び不指図分配株式の指図に関して、制度規約に従うことがERISAに反する恐れがある場合には、信託受託者はその理由を明らかにしない限り、制度規約に従わなければならないものとしている。

(3) 議決権行使に関する判例⁽³⁹⁾

敵対的企業買収時において、ESOP信託が保有している株式の取扱いについては、通常は内国歳入法典及びERISAの規定に従うことになっている。しかしながら、当該株式の取扱いに際して何らかの問題が生じた場合、当事者からの問い合わせにより、労働省からletterが発せられることになるが、場合によっては、訴訟においてその解決が争われることもある。

Herman 対 NationsBank Trust Co.事件判決⁽⁴⁰⁾において、公開買付時にESOP信託が保有する株式の取扱いにつき、裁判所としての一定の判断がなされた。そこで、以下では、当該事件に至るまでのESOP信託保有株式の議決権行使に関する判例を概観し、次いで、Herman 対 NationsBank Trust Co.事件の判例を見ていくこととする。

1) Herman 対 NationsBank Trust Co.事件以前の判例

- ① Danaher Corp. 対 Chicago Pneumatic Tool Co.事件⁽⁴¹⁾

1984年、Chicago Pneumatic Tool Co. (以下「CP社」とする)の取締役会は、ESOPの設立を検討していた。翌年3月の取締役会でESOPの設立が承認され、当該ESOPの信託受託者としてCP社のCEOが指名された。ただし、同年4月の年次総会の招集通知には、ESOPに対する取締役会の決定について、特に言及していなかった。そして、同年5月にESOPは正式に設立されることとなった。

当該制度においては、未分配株式に対する唯一の支配権を信託受託者であるCEOが有するものとされていた。さらに、当該信託受託者は取締役会において、平時においては解任することができるが、株式公開買付あるいは委任状合戦の期間中は解任できないことになっていた。それに加え、当該信託受託者には株式公開買付に際し、当該制度によって保有されている未分配株式を買取者に提供するか否かの決定を行う権限も与えられていた。

1985年6月には、会計手順のテストのため、ESOPに対する資金提供がなされ、最初の拠出が行われた。そして、同年11月には、取締役会でCEOによるESOPへの100万株の拠出の提案が承認されている。それを受けて、CP社は市場から140万株を買い付け、金庫株として保有していた。

一方、Danaher Corporation (以下「Danaher社」とする)は、1986年3月7日にCP社株3万株を買い付けたのを皮切りに、12日には7万株、その後さらに買い続け、19日には、CP社株式の約10%を買い付けたこと、及びCP社の全株式に対し、公開買付を開始する旨の宣言を行った。

他方、CP社は3月11日の取締役会で、ESOPへの金庫株100万株の譲渡を認め、翌12日には、ESOPに対して30万株の譲渡、及び20年間にわたって支払われることを内容とする融資計画を当該ESOPとの間で締結した。そして、同月18日に、残りの70万株をESOPに譲渡した。さらに、CEOは金庫株の残りの40万株の譲渡も取締役会に提案し、それも認められている。

そこでDanaher社は、CP社によるESOP設立に関する信託受託者の注

意義務及び忠実義務違反と、ESOPへの100万株の拠出の無効を命じる差止命令を求めて訴えを提起したのが本件事件である。

裁判所は判決に際し、ミラー投票について触れている。すなわち、CP社が「従業員に直接パス・スルー投票を行うことは、ERISAの下で認められている…現在そして将来の全CP社従業員の利益について、現在の従業員以外には、いかなる代表的なグループも存在しない。」と主張したのに対し⁽⁴²⁾、裁判所は、「CP社の制度加入者の意向を実現することを選んで彼(信託受託者)の個人的判断を脇へ押しやることは、信託受託者にとって不適當(恐らく、受託者義務違反)にあたるだろうと考える。…制度の投票が、その推定上の受益者の意向によって左右されるべきであるとする考えは、受託者の義務を歪める。」として⁽⁴³⁾、未分配株式に対するミラー投票が不適切であり、受託者義務に違反するとした。

② Central Trust Co., N.A.対American Avents Corp.事件⁽⁴⁴⁾

American Avents Corporation (以下「AAC社」とする)は、「American Avents Corporation Employee Stock Ownership Trust」と称する従業員株式所有信託を創設し、Central Trust Company, N.A. (以下「CTC社」とする)を当該信託の信託受託者としていた。なお、AAC社は、ESOP創設後、数年を要してパス・スルー投票を含む、信託内の規定の修正等を行っていた。

本件事件は、AAC社の元従業員であるJames P. Adamczyk (以下「Adamczyk」とする)が、1株12ドルでの株式公開買付を申し出たことに対し、CTC社がパス・スルー投票を用いずに公開買付者であるAdamczykに全ての株式を売却する決定を下したことについて、CTC社が受託者義務(fiduciary obligation)に関する確認判決(a declaratory judgment)を求めて訴えを提起したものである。これに対して、AAC社は、信託受託者としてCTC社による当該売却がERISAの下、CTC社の受託者義務(fiduciary duties)、及び内国歳入法典の規定に反し、パス・

スルー投票権、及び信託における株主である加入者の意思(the will)を不当に無視していると主張した。

以上を受けて、裁判所は、「この場合、パス・スルー投票を認めることが、ERISAの下、加入者及びその受益者に対する信託受託者の義務違反を構成するものと、CTC社が判断したのは正しかった。」とし、「1株当たり12ドルでの株式売却が公平で、かつ適しており、加入者及びその受益者の最善の利益であると、CTC社が妥当な、慎重な、熟練した、そして入念な決定を下したと判示」し⁽⁴⁵⁾、有利な価格で全ESOP株式を提供することを選んだCTC社の判断を適切なものとした。

2) Herman 対 NationsBank Trust Co.事件

Polaroid社は、Shamrock Acquisitions, III (以下「Shamrock」とする)による敵対的な企業買収に対抗するため、Polaroid Stock Equity Planと呼ばれるESOPを設立し⁽⁴⁶⁾、ESOPの信託受託者としてNationsBankを指名した。なお、当該ESOPは、従業員の給料等との引換えで賄われることとされており、leveraged ESOPであった⁽⁴⁷⁾。

Polaroid ESOPは制度規約において、ESOP株式の「パス・スルー投票」に關する規定を設けており、公開買付に際しては、制度加入者が分配株式を提供するか否かにつき、信託受託者に指図しなければならない旨の規定も置いていた。さらに、ESOPは、加入者が信託受託者に株式を提供することを明確に指図する場合を除いて、信託受託者が加入者の株式を提供することを禁止し、加入者の沈黙(silence)を信託受託者が彼らの分配株式を提供しない旨の指図として解釈すべきであるものとしていた。

また、制度規約には、信託受託者が制度加入者の指図規定に従いさえすれば、公開買付時に生じる信託受託者の責任を免除するものとしており、公開買付において株式を提供する場合、ESOPは、信託受託者がPolaroid社株式における全ての公開買付の売上金(proceeds)を再投資しなければならないものとする規定も置いていた。

その後、Shamrockは公開買付を開始し、Polaroid社は自己買付

(selftender)によって、これに挑戦している。

NationsBankは、Polaroid社に株式を提供するか、Shamrockに提供するか、あるいは提供しないかの選択を含めた、加入者の権利を周知させる公開買付競争の簡潔な解説書(a brief description)を全てのESOP加入者に郵送している。その中でNationsBankは、加入者が指図書面(instruction form)を返却しなかった場合、無回答(non-responses)は株式を提供しないという指図として扱われる旨を告げていた。しかし、その手紙では、未分配株式が分配株式と同じ割合で投票されることについては、加入者に告げていなかった。

NationsBankの信託方針委員会(Trust Policy Committee) (以下「委員会」とする)は、ESOPの代表として、ESOP信託の保有する株式の提供に関して検討するための会合を開いた。当該委員会は検討の結果、自己買付に株式を提供すること、Shamrockの申し出に提供すること、あるいは提供しないことのいずれを選んだとしても、慎重とされるには不十分であるとの結論に達した。その後、同委員会は全ESOP株式について、制度規約に従うことに決定した。そして、NationsBankは制度規約及び加入者の投票に従ってESOP株式を提供している。

その後、Polaroid ESOPの設立を無効とする企てに失敗したShamrockは、Polaroid社株式をPolaroid社に提供している。

NationsBankはPolaroid社への株式提供により、Polaroid社から受け取った資金で再投資を行った。なお、未分配株式の一部がミラー投票規定のために留保された形になっている。買戻しの結果として、Polaroid社におけるESOP株式は、482,073株増加することとなった。しかしながら、もしNationsBankがESOPによって保有されていた未分配株式及び不指図分配株式の全てを提供していたなら、ESOPは、さらに332,917株増加していた。

これに対して、長官は、NationsBankがESOP株式に対する公開買付競争に応ずるに際して、独立した判断を行使しなかったことでERISAに違反したとし、訴えを提起したのが本件事件である。

裁判所は、未分配株式に関しては、「少なくとも、ESOP加入者は、ミラー投票規定を株式公開買付のときに知らされていないかつ、加入者が未分配株式に対して持つ支配力を知らされていない場合、当該加入者は、未分配株式については、ERISAの意義での「指名受認者」にはならない。Polaroid ESOPの加入者は、彼らが投票するに際し、制度におけるミラー投票規定を知らされていないかつ、したがって、彼らはPolaroid社の公開買付合戦のとき、未分配株式については指名受認者にはならないし、NationsBankは、それらの株式については指図を受けた信託受託者ではなかった。我々は、これらの株式が慎重に投票される方法を決定する義務をNationsBankが有しており、もし慎重な結果(a prudent result)を得ることが必要なら、制度のミラー投票規定に応じないことが要求されていたとする長官と意見が一致する。」と判示した⁽⁴⁸⁾。

次に、不指図分配株式に関して、裁判所は、「長官の主張に反して、Polaroid ESOPの加入者は、分配されて投票されなかったESOP株式については指名受認者になるかもしれない。長官は、ESOP加入者が分配されて投票された株式に関して、指名受認者になるだろうし、もし適切な指図が与えられるなら、彼らは指図を受けた信託受託者を支配するだろうということを認めている。少なくとも、加入者は、返答しないことが「否」の投票として扱われるだろうということを、その時十分に知らされている場合、我々は、加入者の「指図」は明確でなければならないとする長官の立場が不当であると結論を下す。この事例における指図が完全に「適切」であったかどうかを決定することなしに、我々は、返答しないことが一定の状況の下、「指図」を構成する」となると判示した⁽⁴⁹⁾。

(4) 労働省によるletter及び判例の分析

以上のように、労働省はletterにおいて、ESOP信託が保有する株式の議決権行使及び公開買付時の提供については、本来、信託受託者に排他的な権限及び責任があるものとしている。しかしながら、分配株式については、制度規約がERISA403(a)(1)の例外に当たる場合、すなわち、信託受託者は

指名受託者の指図に従わなければならないものと、制度規約に規定されている場合には、パス・スルー投票規定の適用を認めるものとしている。ただし、加入者からの指図が使用者の圧力の下になされたものであってはならないものとし、もし使用者からの圧力の下になされ、その指図が適切でないと感じれば、信託受託者は、その指図を無視しなければならないものとしている。このように、パス・スルー投票規定を適用するか否かは、信託受託者の判断に任せられている。Central Trust Co., N.A.対American Avents Corp.事件においても、裁判所は制度規約の中に、たとえパス・スルー投票についての規定があったとしても、当該規定を適用するか否かの判断は、信託受託者が有するものとしている。

一方、未分配株式及び不指図分配株式について、労働省のletterは、制度規約において信託受託者が指図するものとしている場合には、信託受託者が指図を行うものとし、制度規約においてミラー投票規定を定めている場合には、ミラー投票を行うことを認めている。Danaher Corp. 対 Chicago Pneumatic Tool Co.事件においても、ミラー投票を採用することが制度加入者の意向を実現するためであったとしても、制度規約に規定されていないのであれば、ミラー投票により議決権を行使することはできないものとしている。さらに、労働省のletterは、当該制度規約がERISAに反しない限り、制度規約に従った信託受託者の責任を免除するものとしている。ただし、この場合にも、ミラー投票規定の適用を認めるか否かの判断は、信託受託者が行うものとしている。そして、制度規約に従うことがERISAに反する恐れがある場合には、その理由を信託受託者は明らかにしなければならず、そうでなければ、制度規約に従わなければならないものとしている。

以上のような状況の下で、Herman 対 NationsBank Trust Co.事件に対する判決が出されている。本判決では、分配株式の議決権行使に関して、特に取り上げられることはなかったが、未分配株式及び不指図分配株式の議決権行使方法については、一定の判断がなされている。

裁判所は、分配株式と未分配株式の議決権行使の指図に対して異なる扱いをするにあたり、以下の2つの論点を検討している⁽⁵⁰⁾。

(i) 投票の影響について

「加入者が彼らの分配株式を投票し、もしくは(公開買付に応じて株式を)提供するとき、彼らの決定は、制度の未分配の資産よりも、むしろ彼ら自身の口座に影響を及ぼす。分配株式に関して、加入者の無思慮な決定(imprudent decision)によって害されるのは加入者自身である。それとは対照的に、加入者が未分配株式に対する最終的な支配力を与えられるなら、彼らの無思慮な決定は、自らの利益ばかりではなく、彼らの共同加入者の利益にも影響を及ぼすことになる。もし多くの加入者が無思慮に行動し、あるいは返答することを単に怠るなら、ミラー投票規定の制度の下では、未分配株式全体としては重大な損失を被ることになる。ある加入者は、別の加入者の無思慮な決定、あるいは決定しないことによって未分配株式全体において価値の一部を失うことになる。」

(ii) 責任について

「加入者が加入者自身の株式に関して、指名受認者となる限りでは、彼らが直面している責任のリスクは最小である。加入者は加入者自身の株式に関して、無思慮な決定をすることで自らを訴えないだろう。基本的には、加入者が分配株式に関して、指名受認者にならなければならないとする長官の立場は、一般の株主のように加入者を扱うことになる。無思慮な行動に対する彼らの責任は、彼ら自身の株式の損失に限定される。

対照的に、加入者が未分配株式に関して、指名受認者となるなら、自らの行動の結果として、加入者は自己の株式における価値の損失を超えて大きな責任のリスクに直面することになる。」

以上の検討の結果、裁判所は分配株式と未分配株式の議決権行使の指図に関して、同様に扱うことを否定した。裁判所は不指図分配株式に関しては、加入者が自動的に指名受認者になるものとし、さらに本判決では、信託受託者が不指図分配株式の議決権を行使するに際しては、「他の者の指図あるいは同意なしに、一定の行動をとってはならない」という義務を負っている

ことも明らかにした⁽⁵¹⁾。また、その効果を適切に知らされた加入者の沈黙、あるいは株式提供の勧誘に返答しないことを、信託受託者が提供しない旨の指図として扱うことも、裁判所は認めている⁽⁵²⁾。

次に、未分配株式に関しては、ミラー投票規定自体はERISAに反するものではないとしたが⁽⁵³⁾、加入者が自動的に指名受託者になるか否かに関しては、明らかにしなかった⁽⁵⁴⁾。そして、本判決では、加入者の行動が未分配株式の処分の行方をコントロールするものと告げられていなかったことを理由に、加入者が指名受託者にはならないと判示している。その結果、NationsBankが未分配株式について、公開買付に応じるか否かの決定を行う排他的な信託受託者の権限を持ち続けていたとしたのである⁽⁵⁵⁾。

以上のように、Herman 対 NationsBank Trust Co.事件判決において、裁判所は、未分配株式に関しては、加入者が「自動的に」指名受託者になるわけではないとした。これは、加入者は指名受託者にならないといったわけではないので、ミラー投票一般について否定しているわけではない。すなわち、加入者は場合によっては指名受託者になることもあるし、ならないこともあるということである。そのため、次のような問題が生じることとなる。すなわち、信託受託者はミラー投票規定を適用することで、ERISA404条(a)(1)(B)の慎重基準に違反する危険が生じることがある⁽⁵⁶⁾。その一方で、信託受託者が制度規約に従わずに加入者の指図を無視し、信託受託者自身の判断によって未分配株式を投票し、その後ESOP信託への損失を招いた場合には、信託受託者はERISA404条(a)(1)(D)及び内国歳入法典401条(a)(4)違反となり、加えて、制度規約に従わなかったことによる、制度加入者からの損害賠償請求訴訟の危険に曝されることもある⁽⁵⁷⁾。このように、信託受託者はミラー投票規定を適用しようがしまいが、責任を問われる危険性があり、法的なリスクの点では不安定な立場に立たされているといえる。なお、このようなジレンマに対する解決策としては、加入者が未分配株式について、直接または間接的に投票することを明確に禁止するようにERISA及び(又は)内国歳入法典を改正する方法⁽⁵⁸⁾、あるいは投票から生じる責任に対する法律上の保護を加入者に与えた上で、未分配株式につ

いて、直接または間接的に投票する権限を加入者に認めるようにERISAを改正する方法が主張されている⁽⁵⁹⁾。

Ⅱ 「持株会発展型ESOP」信託スキームについて

1 信託スキームの概要

(1) 信託スキームの仕組み

現在、信託スキームとして、信託銀行等から複数のスキームが提案されているが⁽⁶⁰⁾、当該スキームを最初に開発し⁽⁶¹⁾、その後で作られた信託スキームの基本とされている、野村証券と野村信託銀行によって開発された「E-Ship (Employees Shareholding Incentive Plan)」(以下「信託スキーム」とする)⁽⁶²⁾と呼ばれるスキームがある⁽⁶³⁾。本スキームは従業員持株会の会員に対し、導入企業株式を用いて財産形成の支援を行うとともに、株価上昇によるメリットを従業員が享受できるように設計されたスキームである。これにより、従業員が一般の株主と同様に株価を意識することで、労働意欲が増進し、生産性が向上するものと期待して開発されたものである⁽⁶⁴⁾。なお、本スキームは、従業員持株会が運営されている上場企業を前提とし、後述する証券会社方式の従業員持株会をベースとするものである⁽⁶⁵⁾。

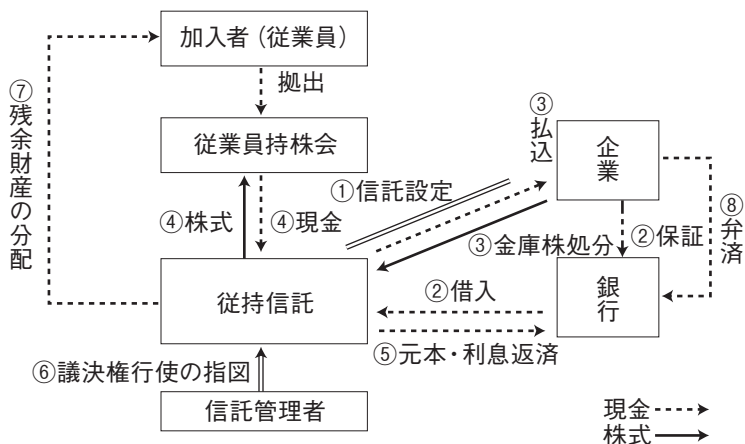
信託スキームの基本的な形態は、以下の通りである⁽⁶⁶⁾。

- ① 導入企業は受益者要件を充足する従業員(従業員持株会の会員)を受益者とした従業員持株会専用信託(以下「従持信託」あるいは「ビークル」とする)という他益信託を設定する。
- ② 従持信託は銀行から株式取得に必要な資金の借入れを行う。借入れに当たっては、導入企業、従持信託、銀行の三者間で従持信託の行う借入れに対して補償契約を締結する。
- ③ 従持信託は、信託期間内に従業員持株会が取得すると見込まれる相当数の導入企業株式の割当てを受ける。
- ④ 従持信託は信託期間を通じ、保有する株式を毎月一定日に従業員持株会にその時々の時価で売却する。
- ⑤ 従持信託は従業員持株会への株式売却代金及び保有株式に関わる配

当金を銀行借入の元金返済に充当する。

- ⑥信託期間を通じ、受益者の代表として選定された信託管理人が議決権行使等、信託財産の管理の指図を行う。
- ⑦信託終了時に信託内に残余財産がある場合には、信託契約において予め定められた受益者要件を充足する従業員に対し、信託期間内に買い付けた株数等に応じて残余財産が分配される。
- ⑧信託終了時に借入れが残っていた場合には、補償契約に基づき、導入企業が弁済する。

信託スキームの基本構造



上記のように、本スキームは、導入企業を委託者、信託銀行等を受託者、従業員持株会の会員(従業員)を受益者とする他益信託である。従持信託の設定に際しては、導入企業が受託者に対する信託報酬等の費用(補償料を含む)を拠出する⁽⁶⁷⁾。当該従持信託は、導入企業株式を購入するための資金を導入企業の保証(=補償)⁽⁶⁸⁾を得て銀行から借り入れることになっている。なお、導入企業は本補償契約を締結するに当たり、その責任負担の対価として、リスクに応じた適正な額の補償料を従持信託から徴求することになっている⁽⁶⁹⁾。また従持信託は、信託期間内に従業員持株会が取得すると

見込まれる数量の導入企業株式を一括して取得し⁽⁷⁰⁾、当該株式を従業員持株会に対して時価にて売却することとなっている。なお、銀行借入れの弁済原資については、従業員持株会への株式売却代金及び導入企業から受領する配当金によって賄われる⁽⁷¹⁾。このように、本スキームでは、従持信託が導入企業株式を一括して取得し、それを売却時の時価で従業員持株会に売却することになっている。そのため、当然に取得時の価格と売却時の価格に差異が生じることになる。本スキームでは、信託終了時に信託内に売却益が生じた場合には、受益者である持株会の会員に当該売却益を分配することにしており、逆に損失が出た場合には、前述の補償料を根拠として、導入企業が当該損失を補填することになっている。ただし、本スキームにおいて導入企業は、従持信託に関して信託財産の管理・処分権、受託者に対する指図権、受益権その他の権利を有しないものとしている⁽⁷²⁾。

(2) 信託スキームにおける株式の保有

以上のように、本スキームにおいては、当初導入企業株式を一括してピークル(従持信託)が購入し、徐々に従業員持株会に売却されることとなるので、当初購入した全株式はピークルによって保有されるが、従業員持株会への売却によって、徐々にその保有割合を減らしていくことになる。その一方で、従業員持株会はその保有割合を増加させることになる。そして、従業員持株会において保有されている株式は、通常、一定の引出単位に達した後、従業員持株会の会員によって引き出されるまで持株会において保有されることになる⁽⁷³⁾。なお、本スキームでは、従業員持株会において保有されている株式についても、一定期間の引出制限を掛けることが可能であると考えられている⁽⁷⁴⁾。これら従業員持株会及びピークルにおいて保有される株式の議決権行使方法については、特に法的規制があるわけではないことから、それぞれの会社の従業員持株会及びピークルにおいて自由に設計され、実施されており、その行使方法いかんによっては、コーポレート・ガバナンスにも大きく影響を及ぼすことになるとと思われる。

2 信託スキームにおける保有株式の議決権行使

(1) 従業員持株会の保有する株式の議決権行使について

1) 従業員持株会について

現在提案されている「持株会発展型ESOP」では、従来から上場企業の多くで採用されている従業員持株会を利用している⁽⁷⁵⁾。従業員持株会に関しては、特別な法律で規制されているわけではなく、既存の法律の範囲内で組み立てられ、実施されている⁽⁷⁶⁾。

従業員持株会の形態は、その事務管理の委託先の違いによって、「証券会社方式」⁽⁷⁷⁾と「信託銀行方式」⁽⁷⁸⁾とに分けることができる。ただし、現在、上場企業における従業員持株会の9割以上で「証券会社方式」が採用されている⁽⁷⁹⁾。「証券会社方式」には、さらに「全員組合員方式」⁽⁸⁰⁾と「少数組合員方式」⁽⁸¹⁾という2つの形態があるが、ほとんどの従業員持株会で「全員組合員方式」が採用されている⁽⁸²⁾。なお、両者には法的構造や使用する用語などの違いはあるが、その取扱いにおいて実質的な差はないものとされている⁽⁸³⁾。以上のように、信託スキームが「証券会社方式」を前提としており、ほとんどの従業員持株会が「全員組合員方式」を採用していることから、本稿においては「全員組合員方式」のみを取扱うものとする。

2) 従業員持株会の保有する株式の議決権行使方法

従業員持株会については、特別の法律による規制はないが、多くの会社が採用している「証券会社方式」では、実務の上で重要な意味を持つものとして、日本証券業協会が持株制度の適正かつ円滑な運営に資することを目的に、当該協会の会員である金融商品取引業者に対して、持株制度に係る事務の取扱いに関する指針を定めた、「持株制度に関するガイドライン」(以下「持株制度ガイドライン」とする)があり⁽⁸⁴⁾、当該ガイドラインに従って、概ね従業員持株会は運営されている⁽⁸⁵⁾。

(i) 「持株制度ガイドライン」が提案する議決権行使方法

従業員持株会において保有されている株式に関しては、「持株制度ガイドライン」第二章第12項において、「取得株式の管理等」についての規定を設けており⁽⁸⁶⁾、そこには、「従業員持株会が取得した株式は、理

事長名義とし、会員を共同委託者、理事長を受託者とする管理信託財産として保管するものとする。」との規定があり、持株会の形態については、管理信託による旨の規定が置かれている。また、持株会が保有する株式の議決権行使に関しては、制度規約において、次の規定を設けるものとされている。すなわち、「株主総会における議決権は、理事長が行使するが、各会員は総会ごとに理事長に対して特別の行使(不統一行使)をする旨の指示ができること。」とされており、「持株制度ガイドライン」では、従業員持株会における株式の議決権行使方法として、従業員持株会の会員が理事長に対して特別の指示を与えることを奨励している。

(ii) 従業員持株会における議決権行使方法

通常、「全員組合員方式」を採用する従業員持株会では、各持株会会員の持分については、管理の目的で理事長⁽⁸⁷⁾に信託されている(管理信託)。その結果、理事長は受託者となり、持株会の会員は委託者で、かつ受益者となる。そのため、受託者である理事長は持株会の会員に対して善管注意義務(信託法29条2項本文)及び忠実義務(同法30条)を負うことになる。管理信託においては、従業員持株会が保有する株式の実質上の株主は持株会の会員ではあるが、名義上の株主は理事長となる⁽⁸⁸⁾。そして、持株会が保有する株式の議決権行使については、名義上の株主である理事長が、実質上の株主である持株会の会員に代わり行使することになっている。その際、受託者である理事長は、持株会の会員の利益のために議決権を行使しなければならない⁽⁸⁹⁾。通常、持株会では「持株制度ガイドライン」に従い、制度規約の中に「信託株式に係る議決権は、受託者たる理事長がこれを行使する。ただし、会員は、持分に相当する株式の議決権の行使について、理事長に対し議案ごとに特別の指示を与えることができる。」⁽⁹⁰⁾との規定を設けており、そのように実施されている⁽⁹¹⁾。これは、従業員持株会において保有されている株式の議決権行使に際し、実質上の株主である持株会の会員の指示を得ることと

しているところから、米国のESOPにおけるパス・スルー投票に類似した議決権行使方法であるといえよう⁽⁹²⁾。

このように、従業員持株会の会員が制度規約に従い、理事長に対して特別の指示を与えた場合には、理事長はこの指示に従って、議決権を行使しなければならないこととなる。もし理事長が会員の指示に従わなかった場合には、制度規約に対する違反となるだけでなく、信託法上の善管注意義務及び忠実義務違反にもなる。また、持株会の会員が持株会にて保有している株式の議決権行使に際して、何ら指示を与えなかった場合の取扱いについては、一般的に理事長が会員の利益のために議決権を行使することになっている。その際、理事長が経営陣の意向に沿って議決権を行使した場合には、善管注意義務及び忠実義務違反となるものと考えられている⁽⁹³⁾。指示を与えられなかった株式の取扱いについては、わが国では従来あまり取り上げられることはなかったが、「日本版ESOP」が普及するにつれて、米国並みに重要視されることも考えられる。

以上のように、従業員持株会において保有されている株式については、持株会の会員が議決権の行使を指示することになっているが、持株会の会員が指示を与えるにあたっては、それを判断するための情報が必要となる。これについては、「持株制度ガイドライン」において、「理事長は、株主総会招集通知の内容を会員に周知させること」との規定を制度規約に設けることとしており、会員に対する情報の周知を理事長に要請している⁽⁹⁴⁾。なお、株主総会の招集通知等の送付については、実施会社としては、名義上の株主である理事長に対してのみ発すれば足りるものと解されている⁽⁹⁵⁾。

(2) 信託の保有する株式の議決権行使について

「持株会発展型ESOP」の信託スキームにおいては、ビークルとして信託を用いることになっている。信託を用いることで、信託契約により契約当事者間の権利関係を自由に設定することが可能となる⁽⁹⁶⁾。そのため、ビーク

ルが保有する株式の議決権行使方法に関しても、各々のスキームにおいて、その方法を自由に設計することができる。ただし、スキームの設計に際しては、受益者の利益が優先されなければならない⁽⁹⁷⁾。

1) 信託スキームで使用されている信託の仕組み

現在提案されている信託スキームにおいては、委託者である導入企業が信託に資金を出資するとともに、受益者要件を充足する従業員を受益者とする他益信託を設定することになっている。ただし、現在提案されているスキームでは、信託終了時まで受益者は確定されず、信託期間中は受益者未確定の状態となっている⁽⁹⁸⁾。かかる他益信託においては、信託法上、受益者の利益を守るため、信託管理人が選任されることになっている。信託管理人とは、受益者が現に存しない場合に、信託契約の定めにより指定される者であり(信託法123条1項)、受益者のために、自己の名をもって、受益者の権利に関する一切の裁判上または裁判外の行為をする権限を有する者である(同法125条1項)。このような信託管理人には、善管注意義務が課せられ、受益者のために、誠実かつ公平に受益者の権利を行使すべきものとされている(同法126条)。そのため、信託管理人は受益者の利益及び権利の保護を最優先に考える責務を負っているものといえる⁽⁹⁹⁾。

ビークルが保有する導入企業株式に係る議決権を会社法上有効に行使し得るものと解するためには、当該議決権行使の指図が導入企業の経営陣から独立した第三者によってなされることが制度上確保されていることが必要であると考えられている⁽¹⁰⁰⁾。したがって、信託管理人には、導入企業や導入企業の役員または重要な従業員と親族関係あるいは特別な利害関係を有しない者を選任する必要がある⁽¹⁰¹⁾。具体的には、弁護士あるいは公認会計士等の専門実務家が信託管理人として挙げられている⁽¹⁰²⁾。

一方、受託者は信託契約に定められた一定の目的に従い、信託財産の管理・処分等、信託目的の達成に必要な行為をすべき義務を負う者であり(同法2条5項)、受託者についても善管注意義務(同法29条)及び忠実義務

(同法30条)が課せられている。したがって、受託者は信託契約に予め定められた議決権行使基準に基づき、信託管理人の指図に従い、ピークルの保有する株式の議決権を行使することになる⁽¹⁰³⁾。なお、現在提案されている信託スキームにおいては、受託者として信託銀行等の金融機関がその役割を担っている⁽¹⁰⁴⁾。

2)「経産省報告書」における提案

平成20年11月に経済産業省から出された「経産省報告書」においては、現在「日本版ESOP」として提案されている代表的なスキームについて、有効活用の観点から、現行法制度等との関係をめぐる法的・実務的論点の分析と整理がなされている⁽¹⁰⁵⁾。その際、会社法上の論点として、「子会社による親会社株式の取得禁止規則との関係」⁽¹⁰⁶⁾、「自己株式に関する規制の適用の有無」、「利益供与との関係」、「株主平等原則との関係」⁽¹⁰⁷⁾、「有利発行規制との関係」⁽¹⁰⁸⁾についての分析と整理が行われたが、「自己株式に関する規制の適用の有無」において、「日本版ESOP」のスキームとして採り得る議決権行使方法が提案されている。

(i)「自己株式に関する規制の適用の有無」について

信託スキームはピークルとして信託を利用しているため、形式的には導入企業とは別個の法主体であるといえる⁽¹⁰⁹⁾。そのため、ピークルが保有する株式は自己株式に該当するものではないといえるが、現在提案されている信託スキームでは、信託設定時に導入企業からの財産の拠出がなされ、それによって信託費用の一部が負担されており⁽¹¹⁰⁾、さらには、導入企業の信用を得ることによって資金を借り入れ、導入企業株式(自己株式)を取得することにもなっていることから、これらが「会社の計算による取得」と考えられる余地がある⁽¹¹¹⁾。

会社法上、第三者の名義による会社の株式の取得が当該会社の計算による場合には(会社法963条5項1号)⁽¹¹²⁾、自己株式に関する取得手続規制及び取得財源規制による制限(同法156条以下)が課されるものと解されている⁽¹¹³⁾。さらに、自己株式については、会社支配の公正を維持

するため、議決権行使が禁止され(同法308条2項)、加えて、剰余金の配当も許されない(同法453条)。

現在提案されている信託スキームにおいても、ビークルが保有する株式につき、議決権行使や剰余金の配当を行うことが予定されている。しかしながら、仮にビークルによる導入企業株式の取得が「会社の計算による取得」とみなされてしまうと、前述の自己株式に関する規制の適用を受けることになり、ビークルの保有する株式についても議決権が認められず、配当もできなくなってしまう⁽¹¹⁴⁾。そのため、現在提案されているスキームにおいては、ビークルが保有する株式が自己株式に該当しないように設計されている。

学説上、会社が第三者に対し、自己株式の取得のために貸付けまたは保証を行うことが、当然に「会社の計算による取得」とみなされているわけではなく、貸付けまたは保証を行う際、会社の債権ないしは第三者の債務が実質的に存在していること、実質的な株式の帰属主体(会社と第三者のいずれに帰属するのか)⁽¹¹⁵⁾、配当や譲渡益が実質的に会社に帰属しているか否か⁽¹¹⁶⁾という点を総合的に考慮して判断されるものと考えられている⁽¹¹⁷⁾。これに対して、「会社の計算による取得」に当たるか否かの判断要素としては、取得に用いる資金の出所、取得のための取引に関する意思決定、取得した株式に対する支配の3つの要素が考えられるとし⁽¹¹⁸⁾、「買付資金の出所が会社であることこそ、会社の計算による自己株式取得の決め手」となる⁽¹¹⁹⁾、とする有力説が近年出されている。なお、「経産省報告書」においては、以上の3つの要素を総合的に考慮して判断するものとしている⁽¹²⁰⁾。本稿においては、ビークルの保有する株式の議決権行使方法に関連するものとして、「取得した株式に対する支配」のみを取扱うものとする。

(ii) 「経産省報告書」における分析

「経産省報告書」は、「会社の計算による取得」か否かの判断要素の1つである「取得した株式に対する支配」について、分析と整理を行っており、ビークルが保有する株式に関する支配の所在を窺わせる重要な事

情の1つとして、「株主権行使に関する権限」を挙げている⁽¹²¹⁾。そして、ビークルが保有する株式については、「株式の処分や株主権行使に関する判断の独立性が確保されていること」、すなわち「(i)議決権行使についての判断や、(ii)導入企業に対する敵対的又は友好的買収が仕掛けられた局面における、これに応じるか否かについての判断の独立性が確保されていることが」、当該株式に対する支配が導入企業になりしことを判断するための重要な事情の一つであるとしている。

そして、ビークルが保有する導入企業株式に係る議決権行使については、「新スキームは受給要件を満たす将来の従業員のためのものであることから、議決権行使等に関する判断の独立性を確保するにあたっては、これらの従業員の利益の観点から判断が行われることが原則である。」とし、具体的な議決権行使方法が挙げられている⁽¹²²⁾。

(iii)「経産省報告書」が提案する議決権行使方法

ビークルが保有する株式の議決権行使方法として、「経産省報告書」が提案する方法は、次のものである。なお、議決権行使内容の決定方法等については、導入企業の買収時における売却判断についても基本的に妥当するものとされている⁽¹²³⁾。

(a) 従業員持株会を利用するスキームの場合

従業員持株会における議決権行使状況(賛成・反対の比率)を踏まえ、受託者あるいは中間法人が議決権行使を行う方法

さらに、その典型的な例として、

- ① 従業員持株会における賛成・反対の比率をビークルによる議決権行使にも反映させる方法(不統一行使)
- ② 従業員持株会による賛成・反対の議決権行使のうち、いずれか多い方と同一の議決権行使を行う方法(統一行使)

(b) 従業員持株会を利用しないスキームの場合

導入企業から独立した受託者・中間法人が、予め、新スキームに基づいて将来株式を受領する従業員の利益に沿うよう策定したガイドラインや個別議案に対する従業員の意識調査に従った議決権行使

を行う方法

(c) その他

従業員持株会の利用の有無に関わらず、従業員の代表者や有識者等から構成される委員会において議決権行使の内容を決定する方法⁽¹²⁴⁾

以上のように、「経産省報告書」においては、ピークルが保有する株式が「自己株式」に該当しないようにするため、当該株式に対する導入企業の支配が及ばないような議決権行使方法が提案されている。なお、信託スキームは従業員持株会を利用したスキームに属するので、採り得る方法としては、上記(b)の議決権行使方法を除いた方法ということになる。ただし、上記(a)②については、導入企業の不当な支配が及ぶ可能性があるとの批判があり⁽¹²⁵⁾、実際に採用するのは難しいように思われる。

3 信託スキームにおける議決権行使方法の問題点

(1) 信託スキームとして採り得る議決権行使方法

「経産省報告書」において、いくつかの議決権行使方法が提案されているが、それらは主に会社法などとの関係から提案されたものであり、実際に採用できるか否かは別の問題である。実務上、信託スキームにおいて採り得る議決権行使方法としては、導入企業から独立した信託管理人が議決権行使の指図を行う方式(以下「信託管理人方式」とする)と、従業員持株会の会員による議決権行使の状況を完全に反映させた形で行使される方式(以下「ミラー投票類似方式」とする)が想定されるとの見解がある⁽¹²⁶⁾。

ミラー投票類似方式を採る場合、持株会はいまだ株式を取得していない段階にあり、従業員持株会あるいは持株会の会員(従業員)はピークルの保有する株式については、その権利を有していないことから、このような方法が認められるのか疑問が投げかけられている⁽¹²⁷⁾。これについては、スキーム発足時に、ピークルと持株会との間で株式売買についての基本契約が締結されており、当該基本契約の中で将来ピークルが放出する導入企業株式を持株会が「買い受ける義務」を負う旨が規定されているのであれば、持株

会はビークルの保有する株式について将来の買受義務を負っていることから、利害関係を有している(言い換えれば、ビークルが保有する株式の議決権を行使することにつき、正当な利益を有している)といえるので⁽¹²⁸⁾、このような方法も認められるのではないかとの見解がある。確かに、持株会がいまだ取得していない段階の株式について、ミラー投票類似方式を用いることは、理論的には難しいといえるので、信託管理人方式のみしか採り得ないとの意見もあるが⁽¹²⁹⁾、もしもビークルが保有する株式に対して議決権を認めようとするならば、このような株式については、共有財産に準じた扱いをすることになると思われる。そうすると、議決権行使方法については、特別な法律で定められているのでなければ、私的自治に委ねられることになるだろうが、その際、団体の権利行使の方法を参考とするならば、ミラー投票類似方式も許されるのではないだろうか。そうすると、受益者の利益及び権利の保護を優先すべき信託管理人が議決権行使の指図を行うに際して採り得る方法としては、信託管理人が自ら指図する信託管理人方式か、あるいは将来株式を取得する蓋然性の高い持株会における議決権行使の状況を反映させる、ミラー投票類似方式のいずれかということになると思われる。

(2) 議決権行使方法の問題点

以上のように、実務上、信託スキームとして採り得る議決権行使方法としては、信託管理人方式とミラー投票類似方式が考えられる。米国のESOPでは、ミラー投票を採用しなかった場合、議決権は、制度資産についての排他的な権限と裁量権を有する信託受託者によって行使されることになるので、信託管理人方式は、これに類似する議決権行使方法であるといえる。この方式を採る場合、米国のESOPにおいても同様の問題点が指摘されてきたが⁽¹³⁰⁾、導入企業から完全に独立した信託管理人を確保することが実務上可能であるのか、あるいは信託管理人が一定のガイドラインに従って議決権行使の指図をする場合であっても、当該ガイドラインが誰の視点で策定されるべきかといった問題がある⁽¹³¹⁾。さらに、この方式を採る場合、イン

サイダー取引規制との関係で、金融関連規制の適用除外規定の要件を充足しない可能性も考えられる⁽¹³²⁾。

現在提案されている信託スキームの多くで、ピークルが保有する株式の議決権行使方法として、受託者が従業員持株会の意思を反映した信託管理人の指図に従い、議決権を行使する方法が採られており⁽¹³³⁾、ミラー投票類似方式が採用されている。この方式は、米国のESOPにおいて未分配株式の議決権行使方法として、上場会社で広く利用されているミラー投票に類似する方式であるといえるが⁽¹³⁴⁾、この方式を採る場合の問題点としては、まず、従業員である持株会の会員が会社提案に対して反対を申し出た場合に、当該会員がそのことをもって不利益に扱われる可能性が挙げられよう。なお、このことについては、「経産省報告書」においても指摘されているところである⁽¹³⁵⁾。

この方式を採る場合、信託契約の中にミラー投票類似方式による旨の規定を設け、当該規定に従って実施することになる。なお、内国歳入法典及びERISAによって規定されている米国のESOPにおいても、制度規約にその旨の規定を設け、それに従い実施することになっている。ただし、米国のESOPの場合、制度資産の管理と支配についての排他的な権限と裁量権を信託受託者が有しているため、ミラー投票規定を適用するか否かの最終的な判断は、信託受託者が行うことになっている。そのため、信託受託者にはミラー投票規定を適用することで、ERISA404条(a)(1)(B)の慎重基準に違反する危険が生じる可能性がある。逆に、ミラー投票規定を適用せずに信託受託者自身の判断で未分配株式について投票し、損失を招いたときには、信託受託者はERISA404条(a)(1)(D)及び内国歳入法典401条(a)(4)違反となり、加えて、制度規約に従わなかったことで、制度加入者から損害賠償請求訴訟を起こされる危険に曝されることにもなる。このように、米国のESOPでは、ミラー投票規定を適用するか否かの判断を信託受託者が負っていることで、信託受託者は法的なリスクの点では不安定な立場に立たされている。一方、わが国にはERISAに該当する法律はないので、信託管理人に制度資産に対する排他的な権限及び裁量権が与えられることはない。そ

のため、ミラー投票類似方式を採用した場合といえども、信託管理人は信託契約の規定に従うことになるので、信託管理人に責任が生じることはない。逆に、信託契約の規定に従わないことで、善管注意義務違反となってしまう恐れが出てくる。

ミラー投票類似方式を採ることで、従業員によるモニタリングの機能やコーポレート・ガバナンスへの効果が期待されるとの見方もある⁽¹³⁶⁾。しかしながら、ピークルの保有する株式に従業員持株会の意見を反映させるということは、Herman 対 NationsBank Trust Co.事件において、裁判所が加入者による「投票の影響について」の検討を行った際に指摘しているように、ミラー投票規定を適用した場合、加入者の将来の利益に係わるような決定をするに際して、加入者の多くが無思慮な決定をし、あるいは決定しないことで、株価の下落、あるいは支配権の変更等により、加入者全体にとって好ましくない状況を招く可能性がある。また、このようなESOP加入者全体の利益の損失に対する責任については、米国では信託受託者あるいは指名受託者が負うことになっている。しかし、わが国にはERISAにおける指名受託者の制度に当たるものがなく、加えて、上述したように、信託管理人も信託契約に従って議決権行使の指図をしているので、信託管理人に責任が生じることもない。このように、ミラー投票類似方式を採用した場合、このような損失について、当事者は誰も責任を負わないことになっている。ただし、米国におけるこのような議論を参考とするには、そもそもわが国において、このような将来確定する受益者(従業員持株会の会員)全体の利益に対する損失というものを認定できるのか、検討が必要であろう。

おわりに

「日本版ESOP」は、米国のESOPを手本として創られたスキームである。米国においてESOPは、確定拠出型の企業年金制度であり、内国歳入法典及びERISAによって規制されている。しかしながら、「日本版ESOP」は確定拠出型企業年金制度でもなく、また、特別な法律で規制されているわけでもないので、制度的には大きく異なるものといえる。

本稿で扱った「日本版ESOP」の「持株会発展型ESOP」信託スキームは、ピークルに信託を用いると共に⁽¹³⁷⁾、従来からわが国の上場企業において広く利用されている従業員持株会を活用することで、米国におけるESOPの一形態であるleveraged ESOPに類似するスキームを創り出している。そのため、構造など類似する点も多い。

米国では、leveraged ESOPを用いた場合、ESOP信託内に分配株式と未分配株式が存在することになる。信託スキームにおいても、従業員持株会において保有される株式と、ピークルにおいて保有される株式が存在することとなり、この点も類似しているといえよう。

議決権行使方法に関して、米国のESOPでは、分配株式については、内国歳入法典の規定によりパス・スルー投票を行うこととされている。未分配株式の議決権行使方法については、法律上、特に規定されているわけではないが、通常、上場会社では制度規約において、ミラー投票についての規定を設けており、当該規定に従って実施されている。ただし、米国ではESOPの運用に際しては、労働省のletter及び判例が大きな役割を果たしている。近年、ESOP信託において保有されている株式の公開買付時の取扱いに関して、注目すべき判例が出された。Herman 対 NationsBank Trust Co.事件において、裁判所は分配株式と未分配株式につき、異なる扱いをすることについての検討を行うに際し、加入者による「投票の影響について」の分析を行っている。それによると、分配株式については、加入者は「自動的」に指名受認者となるが、未分配株式に関しては、制度加入者が「自動的」に指名受認者となるわけではないとしている。そのため、未分配株式の議決権行使を指図する際、加入者は指名受認者となる場合と、ならない場合が生じることになる。その結果、信託受託者は、ミラー投票を採用しようがしまいが、訴訟を起こされる可能性があり、法的なリスクの点で不安定な立場に立たされている。

一方、わが国においては、ERISAに該当する法律がないことから、信託スキームにおいてミラー投票類似方式を採用した場合、信託管理人は信託契約の規定に従わなければならないが、もしも当該規定に従わなかった場合に

は、善管注意義務違反となる。このように、信託スキームにおいては、ミラー投票類似方式の採用によって、信託管理人は法的な立場は明確であるので、この点においては、米国の制度よりも優れているといえないこともない。しかし、他方で、ビークルに保有されている株式に対して、従業員持株会の会員が将来確定する受益者全体の利益を損ねるような無思慮な決定をしたとしても、信託管理人は、その決定に従わなければならない、それによって損失が生じて、わが国にはERISAの指名受認者に該当する制度もないので、従業員持株会の会員にも責任が生じることはない。このように、従業員持株会の会員による将来の受益者全体の利益を損ねるような無思慮な決定によって損失が生じたとしても、それについて責任を負う者が誰もいない状態になっている。この点については、さらなる検討が必要となると思われるので、今後の課題としたい。

[付記]本稿は、「平成23～25年度科学研究費補助金(萌芽研究)」の助成を受けた研究課題の成果の一部である。

[追記]沢野直紀先生には、大学院での研究を通じてご指導いただいたことを光栄に存じます。感謝の意を込めて、本論文を捧げたいと存じます。また、本論文の掲載をお認めいただきました西南学院大学学術研究所にお礼を申し上げます。

注

- (1) 新谷勝『日本版ESOPの法務』(税務経理協会2011年)4頁。
- (2) 新谷・前掲注(1)4頁以下、渡部潔『日本版ESOP入門—スキーム別解説と潜在的リスク分析』(中央経済社2009年)27頁以下参照。
- (3) 新谷・前掲注(1)8頁。
- (4) 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(2010年)14頁、新谷・前掲注(1)7頁。
- (5) 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(2008年)14頁、新谷・前掲注(1)8頁。
- (6) <http://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/286890/www.meti.go.jp/press/20081117002/20081117002-2.pdf>
- (7) 新谷・前掲注(1)35頁。
- (8) 太田洋監修『新しい持株会社設立・運営の実務—日本版ESOPの登場を踏まえて』(商事法務2011年)234頁。
- (9) 河本一郎=吉川純=三浦州夫「シンセティックESOP／スキームの適法性」商事法務1776号(2006年)14-15頁、田中・前掲注(5)20頁参照。2008年12月1日に「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」が施行され、中間法人法が廃止されたことに伴い、本スキームを採用する場合には、ビークルとしては一般社団法人法が用いられることになった。なお、一般社団法人制度と有限責任中間法人とは、基本的な制度設計においては同じとされている。
- (10) 星治「信託を活用した日本版ESOPの仕組み」経理情報1134号(2006年)18頁以下参照。
- (11) 新谷・前掲注(1)8頁。
- (12) 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1734号(2005年)16頁以下、河本ほか・前掲注(9)4頁以下参照。
- (13) 新谷・前掲注(1)11頁、太田洋「日本版ESOP導入に際しての実務上の留意点—信託型従業員持株インセンティブ・プランを中心に—」商事法務1857号(2009年)13頁、渡部・前掲注(2)3頁。この他に、渡部・前掲注(2)210頁には、みずほ信託銀行によって開発されたスキームも紹介されている。
- (14) 新谷・前掲注(1)11頁。
- (15) 拙稿「米国の従業員株式所有制度(ESOP)—敵対的企業買収への対抗策及びコーポレート・ガバナンスへの従業員の関与を中心として—」西南学院大学大学院「法学研究論集」第24号(2006年)4頁以下参照。
- (16) The National Center for Employee Ownership (NCEO) "Estimated Number of Plans and Employees; Value of Plan Assets" <http://www.nceo.org/library/eo_stat.html>には、現在米国ではESOP及び類似の形態による制度が1万900件運営され、加入者数1030万人、資産総額は8690億ドルに達しているとされる。
- (17) 拙稿・前掲注(15)10頁以下参照。
- (18) 拙稿・前掲注(15)31頁以下参照。
- (19) 野村亜紀子「平時における企業買収防衛戦略(2) 日本版ESOPの導入可能性」太田洋=中山龍太郎編『敵対的M&A対応の最先端—その理論と実務—』263頁(商事法務2005

- 年)、新谷・前掲注(1)56頁。
- (20)多くの場合、本稿で紹介するように、ESOP信託が会社の株式を購入するための資金を金融機関から借り入れて、当該資金を用いて会社の株式を買い入れる方法(ダイレクト・ローン)が採用されている。その他に、株式購入のための資金を会社が金融機関から借り入れ、それをESOP信託に貸し付け、それによって株式を買い入れる方法(ミラー・ローン)もある。
- (21)Sean S. Hogle, The Employee as Investor. The Case for Universal Application of The Federal Securities Laws to Employee Stock Ownership Plans, 34 Wm & Mary L. Rev. 189,209-210(1992). Daniel Fischel and John H. Langbein, ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule, 55 U. Chi. L. Rev. 1105, 1155. Hunter C. Blum, ESOP's Fables: Leveraged ESOPs and Their Effect on Managerial Slack, Employee Risk and Motivation in The Public Corporation, 31 U. Rich. L. Rev. 1539,1546. 河本一郎=神崎克郎=河合伸一=岡本昌夫=前田雅弘=森本滋「従業員持株制度をめぐる諸問題(一)」民商98巻第1号3-4頁、市川兼三「従業員持株会の研究」(信山社2001年)43、59頁。
- (22)黒田敦子『アメリカ合衆国における自己株報酬・年金の法と税制—Stock-Based Compensation—』118頁(税務経理協会1999年)によると、非上場会社の半数程度、上場会社のほとんどがleveraged ESOPであるとのこと。
- (23)拙稿・前掲注(15)6頁以下参照。
- (24)内国歳入法典409条において、使用者が登録型の有価証券(a registration-type class of securities)を有する場合、パス・スルー投票が要件とされている。登録型の証券とは、1934年証券取引所法12条に規定される証券であり、当該証券を発行する会社とは、一般に「上場会社」のことである。
- (25)秋山真也『米国M&A法概説』(商事法務2009年)56頁。
- (26)小櫻純「退職後所得保護の法理—ERISA研究—」滋賀大学経済学部研究叢書第29号5-6頁(1998年)、石垣修「年金資産運営のためのエリサ法ガイド」31頁(東洋経済新報社2003年)31-47頁参照。
- (27)石垣・前掲注(26)31頁、拙稿「ESOP信託における加入者の議決権行使—Herman 対 NationsBank Trust Co.事件を中心として—」西南学院大学大学院「法学研究論集」第25号(2007年)3頁参照。
- (28)Arthur Fleischer, Jr. and Alexander R. Sussman, Takeover Defense: Mergers and Acquisitions, 7-77(2012).
- (29)Id, at 7-87.
- (30)ミラー投票(mirror voting)とは、ESOP信託の加入者である従業員が信託内の個人口座に割り当てられた株式を指図した結果を反映して、信託受託者が同じ割合で未分配株式の議決権を行使する方法である。
- (31)Blum,supra note 21, at 1560.
- (32)Fleischer and Sussman, supra note 28, at 7-90.
- (33)Profit-Sharing Retirement Income Plan for the Employees of Carter Hawley Hale Stores,

- Inc., 11 Pens. & Ben. Rep. (BNA) 633 (April 30, 1984). 拙稿・前掲注(27)8頁参照。
- (34) ERISA403(a)(1)は、「制度が特に、信託受託者は、信託受託者でない指名受託者の指図に従わなければならないと規定している場合。信託受託者は、制度規約にも抵触せず、本法にも反しない指名受託者の指図には従わなければならない。」と規定する。
- (35) ERISA404(a)(1)(D)は、「本章ならびに第三章の規定との齟齬がない限り、制度を運営するための書面や制度規約を遵守すること。」と規定する。
- (36) Citizens & Southern Trust Company, 16 Pens. & Ben. Rep. (BNA) 390 (Feb. 23, 1989). 拙稿・前掲注(27)10頁参照。
- (37) 例外には、前掲注(34)の規定の他にERISA403(a)(2)がある。ERISA403(a)(2)は、「制度資産の管理、取得、処分についての権限が、402(c)(3)によって1人またはそれ以上の投資マネージャーに委譲されている場合。」と規定する。
- (38) Pass-Through Voting Provisions in Collectively Bargained Employee Stock Ownership Plans, 22 Pens. & Ben. Rep. (BNA) 2250 (Sep. 28, 1995). 拙稿・前掲注(27)12頁参照。
- (39) Susan P. Serota, New Techniques, Special Features and Enhanced Incentives in Utilizing ESOPs, Practising Law Institute Tax Law and Estate Planning Course Handbook Series Tax Law and Practice PLI Order No. 6357,48-56 (2005). Susan J. Stabile, Pension Plan Investments in Employer Securities: More Is Not Always Better, 15 Yale J. on Reg. 61, 97-100 (1998).
- (40) Herman v. NationsBank Trust Co. (Georgia), 126 F.3d 1354 (11th Cir. 1997).
- (41) Danaher Corp. v. Chicago Pneumatic Tool Co., 635 F. Supp. 246 (S.D.N.Y.1986). 牛丸與志夫「従業員持株制度の検討(7) 会社の支配権の争奪と従業員持株制度[6]」商事法務1190号71頁以下(1989年)参照、拙稿・前掲注(15)11頁参照。
- (42) Id, at 249.
- (43) Id.
- (44) Central Trust Co., N.A. v. American Avents Corp., 771 F. Supp. 871 (S.D.Ohio. 1989). 当時AACの役員は、信託内外において51%以上の株式を有していた。
- (45) Id, at 876.
- (46) 拙稿・前掲注(15)18頁参照。
- (47) Herman v. NationsBank, 126 F.3d at 1357.
- (48) Id, at 1371.
- (49) Id.
- (50) Id, at 1367.
- (51) Id, at 1370.
- (52) Staven J. Arsenault, Fiduciary Duties of ESOP Trustees Under ERISA in Tender Offer: The Impact of Herman v. NationsBank Trust Company and a Proposal for Reform, 3 U. Pa. Lab. & Emp. L. 87, 101 (2000).
- (53) Herman v. NationsBank, 126 F.3d at 1368.
- (54) Arsenault, supra note 52, at 102.

- (55) Id, at 101.
- (56) Id, at 102.
- (57) Id.
- (58) Id, at 107-108.
- (59) Id, at 109.
- (60) 太田・前掲注(8)234頁。
- (61) 新谷・前掲注(1)167頁。
- (62) 吉原裕人=橋本基美=太田洋=矢野正紘「信託型従業員持株インセンティブ・プランの設計と法的論点」商事法務1786号(2006年)22頁以下、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(2007年)12頁以下、太田洋=松原大祐「日本版ESOPの法的論点」経理情報1134号(2006年)12頁以下、太田・前掲注(13)12頁以下参照。
- (63) 2010年10月の段階で、全日空、大塚製薬、東急、広島ガス、パラマウントベッド、ジャスタック、大同メタル工業、上新電機、ミネベア、コンドーテック、第一建設工業、紀陽ホールディングス、アイカ工業、CDS、ブックオフコーポレーション、F&Aアクアコーポレーション、河波銀行、ゼンリン、長谷川香料、第四銀行、第一生命等が採用している。
- (64) 新谷勝『新しい従業員持株制度—安定株主の確保・ESOP—』140頁(税務経理協会2008年)。
- (65) 吉原ほか・前掲注(62)23頁、新谷・前掲注(1)2頁。
- (66) 吉原ほか・前掲注(62)23頁、弥永真生『会社法の実践トピックス24』(日本評論社2009年)112頁。
- (67) 吉原ほか・前掲注(62)24-25頁には、このような拠出について、既存の従業員持株制度の実務においても一般的であるとしている。
- (68) 「保証」を使うべきか、「補償」を使うべきか明確でないように思われる。
- (69) 吉原ほか・前掲注(62)24頁。
- (70) 吉原ほか・前掲注(62)23頁、片木・前掲注(62)12頁。なお、本スキームでは、従持信託による導入企業株式の取得に関して、導入企業が処分する自己株式又は発行する新株の取得(払込金額は公正な価額)のほか、取引所有価証券市場において第三者から導入企業株式を買い付ける方法を選択することも可能とされている。
- (71) 吉原ほか・前掲注(62)24頁。
- (72) 弥永・前掲注(66)113頁。
- (73) 新谷・前掲注(1)119頁。
- (74) 太田ほか・前掲注(62)16頁、新谷・前掲注(1)155頁。
- (75) 東京証券取引所「平成23年度従業員持株会状況調査結果の概要について」
<<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/employee.html>>参照。これによると、証券取引所上場国内会社2,276社のうち、1,998社が従業員持株会を有しているということであり、その総額は2兆9,972億円に達するとのことである。また、奨励金に関しては、1,912社(95.7%)が支給しており、奨励金支給会社の平均支給額は1,000円当

- たり78.66円とのこと。
- (76)河本ほか・前掲注(21)7頁。
- (77)「証券会社方式」とは、民法上の組合である従業員持株会が証券会社との間で事務委託契約を締結し、組合財産である会員の組合に対する拠出金をもとに証券会社を通じて株式の買付けを行うものである。
- (78)「信託銀行方式」とは、会社の株式を定期的に購入するために任意の団体として従業員持株会を組織し、当該従業員持株会の理事長が持株会の会員の代理人となって信託銀行と自社株式の管理について信託契約を締結するものである。
- (79)太田・前掲注(8)11頁、新谷・前掲注(1)73頁。
- (80)「全員組合員方式」とは、持株会が行う持株制度に参加する従業員は、全員がその会員となる方式であり、株式の買付けが会員から組合に拠出された財産によって間接的になされるという意味で、「間接投資方式」とも呼ばれる。
- (81)「少数組合員方式」とは、数名の従業員が会員として持株会を組織し、当該持株会が行う持株制度に参加する従業員は、その参加者となる方式である。株式の買付けが持株制度への参加者の積立金から直接的に行われるという意味で、「直接投資方式」とも呼ばれる。
- (82)新谷・前掲注(1)73頁。
- (83)持株制度ガイドライン3頁。
- (84)持株制度ガイドライン1頁。
- (85)新谷・前掲注(1)74頁。
- (86)持株制度ガイドライン17頁。
- (87)渡部・前掲注(2)15頁には、従業員持株会においては、執行機関である理事会の構成員は、理事長を含めて導入企業の役員ではなく、従業員がその任に当たることとされており、理事長は理事の互選によって選ばれる。ただし実際には、会社の総務部や人事部が実質的な運営を担っているとのこと。
- (88)太田・前掲注(8)114頁。
- (89)太田・前掲注(8)115頁。
- (90)太田・前掲注(8)287頁。これは野村証券の上場会社の従業員持株会のサンプルである。
- (91)太田・前掲注(8)115頁。
- (92)新谷・前掲注(1)69頁。
- (93)太田・前掲注(8)117頁。
- (94)この他に、「持株制度ガイドライン」には、「会員の持分が売却単位相当に達し、当該会員の申し出があった場合、事務を委託している金融商品取引業者を通じ、当該会員名義への書換え又は実質株主登録を行うこと。」との規定を設けるものとされ、取得対象株式が非上場株式である場合は、「会員名義への書換えを制限する旨定めることができるものとする。」とし、「この場合、過度な制限にならないよう配慮することが必要である。」とされている。
- (95)河本一郎ほか「従業員持株制度の運営上の諸問題—従業員持株制度のすべて」別冊商事法務研究11号96-97頁(河本発言)(1970年)参照。

「日本版ESOP」における議決権行使の問題点—信託スキームを中心として—

- (96) 渡部・前掲注(2)46頁。
- (97) 渡部・前掲注(2)45頁。
- (98) 内ヶ崎茂「従業員持株ESOP信託の導入効果とスキーム設計」商事法務1914号(2010年)31頁。
- (99) 内ヶ崎・前掲注(98)33頁。
- (100) 太田・前掲注(13)16頁、田中・前掲注(5)18頁、片木・前掲注(62)15頁。
- (101) 内ヶ崎・前掲注(98)33頁。
- (102) 葉玉ほか・前掲注(4)16頁、新谷・前掲注(1)182頁、片木・前掲注(62)19頁。なお、内ヶ崎・前掲注(98)33頁には、導入企業の顧問弁護士、元役職員および従業員持株会理事長等は、導入企業と特別な利害関係を有する可能性があることから、信託管理人には就任できないものとされる。
- (103) 内ヶ崎・前掲注(98)34頁。
- (104) 渡部・前掲注(2)43頁。
- (105) 経産省報告書1頁参照。
- (106) 経産省報告書13頁参照。
- (107) 経産省報告書21頁参照。
- (108) 経産省報告書22頁参照。
- (109) 葉玉ほか・前掲注(4)14頁。
- (110) 吉原ほか・前掲注(62)24頁。
- (111) 片木・前掲注(62)13頁。
- (112) 葉玉ほか・前掲注(4)24頁には、「会社法九六三条五項一号は、会社がその発行する株式を自己の計算で取得する場合には、取得名義が他人の名義であっても、自己株式取得規制に服することを前提としている。」とされている。
- (113) 江頭憲治郎『株式会社法第4版』(有斐閣2011年)242頁。
- (114) 経産省報告書14頁。
- (115) 大隅健一郎=今井宏『会社法論〔第3版〕(上)』(有斐閣1991年)445頁。
- (116) 『新版注釈会社法(3)』(有斐閣1986年)233頁(蓮井良憲)。
- (117) 片木・前掲注(62)14頁。
- (118) 龍田節「会社の計算による自己株式の取得」法学論叢138巻4・5・6号(1996年)5頁。
- (119) 龍田・前掲注(118)7頁。
- (120) 経産省報告書14頁。
- (121) 経産省報告書17頁。
- (122) 経産省報告書17頁。
- (123) 経産省報告書18頁。
- (124) 「経産省報告書」19頁には、この方法においても、「導入企業経営陣や導入企業経営陣と利害関係が強いと認められる者が委員に含まれることは、議決権行使の独立性に疑義を招くおそれがあるものと考えられる。」とされる。
- (125) 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(2009年)31頁。
- (126) 太田・前掲注(13)16頁、太田・前掲注(8)257、有吉・前掲注(125)31頁、新谷・前掲注(1)

120頁。

- (127) 新谷・前掲注(1)121頁、太田・前掲注(13)16頁、太田・前掲注(8)258頁。
- (128) 太田・前掲注(13)16頁。有吉・前掲注(125)33頁では、ここでの「買い受ける義務」について、「もっとも、ESOPスキームを導入することにより従業員持株会に過剰な負担を求め、従業員持株会の運営を阻害してしまうのでは本末転倒となってしまう、ここでいう「買い受ける義務」は、従業員持株会の財源の範囲内での買受義務とするなど柔軟に解されるべきであろう。」とされる。
- (129) 新谷・前掲注(1)121頁。
- (130) 拙稿・前掲注(27)19頁。
- (131) 太田・前掲注(13)16頁、有吉・前掲注(125)31頁。
- (132) 有吉・前掲注(125)33頁。
- (133) 吉原ほか・前掲注(62)24頁、内ヶ崎・前掲注(98)28頁、葉玉ほか・前掲注(4)16頁。
- (134) 太田・前掲注(13)16頁。
- (135) 経産省報告書18頁。
- (136) 太田・前掲注(13)13頁、新谷・前掲注(1)13頁。
- (137) 新谷・前掲注(1)27頁。