役員の株式報酬と従業員持株制度

―経営陣・ステークホルダーが株主を兼ねるという視点からの研究序説―

原　　弘　明

愛するということは，おたがいに顔を見あうことではなくて，いっしょに同じ方向をみることということだ。　　サン＝テグジュペリ『人間の土地』

1．はじめに

ここ数年，会社法におけるソフトローの役割が大きくなっている。特に，東証が定めたコーポレートガバナンス・コードの影響力は大きく，昨年・今年の企業法務の話題の多くは，同コードと日本版スチュワードシップ・コードへの対応にかかるものである。

コーポレートガバナンス・コードでは，上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は，ステークホルダーとの協働も必要であるとしつつ[1)]，株主との対話を最も重視しているものと考えられる[2)]。その対話の相手方として想定されている株主は，顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るような機関投資家[3)]など，中長期的に株式を保有する者が想定されているよう

＊本稿は，JSPS 科研費26780068による成果の一部である。また，本稿のもととなる研究報告につき，水島郁子大阪大学教授・山下眞弘名古屋学院大学教授から有益なご指摘を賜り，校正段階で伊藤吉洋本学法学部准教授からコメントを頂いた。記して御礼申し上げる。

1）コーポレートガバナンス・コード基本原則２。

2）コーポレートガバナンス・コード基本原則１・５。同コードの第１章は「株主の権利・平等性の確保」と銘打たれている。原則４－５（取締役・監査役等の受託者責任）。

3）スチュワードシップ・コード原則１・指針１－１。

であり，短期・投機的な売買を繰り返す投資家が想定されているものではない。もっとも，株主よりステークホルダーを重視しがちであるとともに主張される日本の上場会社においては，その内容が穏健なものであっても，少なからぬ影響が予想される。

これと期を同じくして，現政権の経済政策の一環として，会社役員への株式報酬付与の加速化が進んでいる。これまで役員の現物報酬としてはストック・オプションが一般的であったが，近時導入が進むのは株式の現物報酬そのものまたはそれに類するものである。

もっとも，かかる報酬制度の要否や程度は，報酬制度に敏感とされる外国人投資家の割合などにより企業間で異なりうることにも，注意が必要であろう。

また，日本では従業員持株制度が従前から広く導入されてきたが，こちらについてもいわゆる日本版 ESOP 制度が整備され，役員も従業員も自社株を保有するための制度設計が進んでいる。一般にこれら 2 つの制度は別個のものとして議論されているが，いずれも株主以外の会社関係者が株主を兼ねるという共通性があるのも事実である。そのため，異なる点のみならず共通する点も意識して横断的に考察する必要があるように思われる。

本稿は，上述のような観点から，役員の株式報酬と従業員持株制度を横断的に考察する端緒となるものである。役員報酬の絶対額が小さい日本において，株式報酬に過度に着目する必要は，必ずしもないかもしれない。しかし，その注目度は日ごとに高まっているようにみられるし[4)]，具体的な見直しの方向性も提言されているところである[5)]。世界経済はエンロン・ワールドコムの両事件，サブプライム問題に端を発する金融危機など，役員報酬の制度設計を巡って試行錯誤を繰り返してきた。それら問題の再来を招かないためにも，役員が株主を兼ねることの意味を再考することは有用であると思われる。また，従業

4）例えば，神田秀樹＝武井一浩＝内ヶ崎茂編著『役員報酬改革論〔増補改訂版〕』（日本経済新聞社，2016年）。

5）例えば，阿部直彦「役員報酬ガバナンス見直しのアプローチ」商事2073号48頁。

員持株制度は従業員の経営参加の一手法として広く検討対象とされてきたが，従業員兼株主を相対として把握するだけでは，株式を保有する従業員・保有しない従業員の二分法で検討すべき問題を捕捉できない可能性もある。ここでは，従業員が株式を保有することの意味合いを考えることで[6)]，より緻密な分析の端緒としたい。

2．役員の株式報酬制度[7)]

⑴　議論の背景

日本ではバブル崩壊後の株式持合いが解消されるタイミングで外国人投資家の株式取引割合が増大し，上場会社における外国人投資家の発言力が増してきた[8)]。また，企業活動の国際化に伴い，海外の上場会社と日本のそれらとの比較の要素が強くなってきた。日本の上場会社の役員報酬は国際的にみて低廉であり，海外現地法人の社長などを本社役員に登用するに際して日本本社の役員報酬との逆転現象が起こったり，海外から経営者をヘッドハントするに際して旧所属企業と同等の報酬を求められることも多いようである[9)]。

6）先行する同様の指摘として，例えば，江口高顯ほか「《パネルディスカッション》新たな日本企業のモデルとその将来をめぐって」商事1995号16頁，16～17頁〔黒沼悦郎発言〕・19～21頁〔コリン・メイヤー発言〕など参照。

7）直近の上場会社の分析として，たとえば柴田寛子＝澤田文彦「株式報酬に関する実務分析」商事2111号４頁。また，任意の報酬諮問委員会の実態分析については，澁谷展由「監査等委員会設置会社移行会社の社外監査等委員の人選と任意委員会設置状況：東証１部編」資料版商事390号35頁，「監査等委員会設置会社移行会社の社外監査等委員の人選と任意委員会設置状況：東証２部，マザーズ，JASDAQ，名証，福証，札証編」資料版商事391号131頁も参照。

役員報酬に関する包括的検討として，伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣，2013年），津野田一馬「経営者報酬の決定・承認手続⑴（２・完）」法協132巻11号74頁，133巻１号52頁が重要である。

8）最近のデータとして，宮島英昭「企業統治制度改革：ポスト持合いにおける２つの焦点」監査役659号16頁などを参照。

9）神田秀樹ほか「《座談会》役員報酬改革の新潮流と今後の緒論点」商事1987号８頁，14～15頁〔武井一浩発言〕など参照。

また，外国人投資家が役員報酬について特に問題にしているのが，現金報酬と株式等の現物報酬の比率であるともいわれる。日本の場合前者の割合が圧倒的に高く，いわゆる業績連動型報酬としての賞与も大部分は現金賞与であるとされる。実際には企業不祥事が起こるたびに役員のそのような報酬はカットされるのだが，会社の業績が下がっても株式報酬部分が少なく固定の現金報酬が多いため，株主の「痛み」を経営陣が理解しない要因になっていると指摘されてきた。そのため，ここ１～２年程度の間に，経産省などで株式現物報酬にかかる検討が急速に進んだ[10)]。

⑵ ストック・オプション

日本でも従前から，現物報酬の一種として新株予約権制度がストック・オプションとして用いられてきた。この場合日本の現行会社法では，新株予約権の

10）経済産業省産業組織課「『攻めの経営』を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる『リストリクテッド・ストック』）の導入等の手引～」（最終版は平成28年６月３日時点版）。同課担当者によるものとして，中原裕彦＝梶元孝太郎「コーポレート・ガバナンスの実践〔上・下〕」商事2077号４頁・2078号17頁。なお，後述する日本版 ESOP 制度の旗振り役も，経産省の同一の課である。

もっとも，諸外国の報酬にかかる議論においては，その適正化に際して，同業他社・外国の同種企業などのほか，自社の従業員賃金との比較の観点が絶えず盛り込まれてきた（伊藤・前掲注７）125頁以下のアメリカの状況，142頁以下のイギリスの状況，296頁以下のドイツの制度枠組みなど参照）。諸外国に比して社内昇進システムが発達した日本では，そもそも従業員賃金と乖離した役員報酬システムを求める企業自体多数ではないかもしれない。役員報酬をインセンティブとして用いるニーズのある企業にとって，直近の議論は重要であるが，先行研究が指摘する開示や独立性の高い報酬決定機関の設置なくして，単に報酬増加のスキームのみを整備することには慎重であるべきである。例えば先行研究では，株主総会が具体的に報酬を決定することの困難さから，独立性の強い報酬委員会による決定が主張されているが（津野田・前掲注７）（２・完）111頁など），現在の報酬諮問委員会の実務では社外取締役が過半数の企業が多数とはいえず（澤口実＝渡辺邦広編著『指名諮問委員会・報酬諮問委員会の実務』（商事法務，2016年）53～54頁），かつ議長が社外取締役でない企業も少なくない（同・59頁）。報酬諮問委員会の設置自体は望ましいプラクティスであるが，先行研究からすれば不十分な実務が先行している観もぬぐえない。

他方，本稿筆者は，インセンティブとしての報酬スキームを日本企業が活用する際には，報酬コンサルタントの関与は一定程度不可欠であると考える（同・159～162頁）。社外取締役の活用について反対する見解は，当該企業経営の専門性の欠如を理由に挙げることが多いが，報酬スキームを改定する企業においてもこのようなノウハウは存在していないと考えられるからである。

発行にかかる株主総会または取締役会の決議と，報酬等にかかる株主総会決議が必要となる。株主への不利益を避けるため，新株予約権発行について公正な価格による発行であれば取締役会決議で足りるが[11]，当該役員につき特に有利な価格による場合は，公開会社・非公開会社にかかわらず株主総会特別決議が必要となる[12]。現行の実務においては，交付時点での公正価値で発行するものが多いように思われる。職務執行の対価として相当な額と新株予約権の公正価値が見合っている場合有利発行とは考えられないため，相応の合理性がある実務であるが，保守的に特別決議をとるケースもあるようである。

上記の公正価値発行ストック・オプションの場合，役員が得られるのは，将来株式が値上がりすることによって生じる，当該新株予約権の行使価格との差額に相当するキャピタル・ゲインである。そして，当該ストック・オプションの行使期間は，役員退職後の一定期間に設定されるのが通常である。このため，ストック・オプションは役員が将来の自社株価を向上させるためのインセンティブとして機能するとされる。他方，よく指摘されるように，自社の業績と関連しないマクロ経済の沈滞などによってこのインセンティブが機能しない可能性もある。

公正価値発行ストック・オプションと異なる形態として，権利行使価格を１円とする１円ストック・オプションも存在する。ほぼ無償で権利行使ができるのであるから，株式現物報酬に極めて類似した存在である。日本の上場会社では近年退職慰労金制度を廃止し，代わりに退職時に当該形態のストック・オプションを付与するケースが増えてきたとされる。もっとも，この１円ストック・オプションも，マクロ経済の影響という点では公正価値発行ストック・オプションと同様の問題を抱えている。また，このスキームでは相当額を会社内に積み立てて，それを原資に新株予約権を付与する仕組みが採られていること

11）公開会社につき会社法240条１項。
12）会社法238条２項・309条２項６号。

もあり，その場合株価が上がれば新株予約権の価格も上がり，結果として付与されるストック・オプションの数が少なくなるという逆インセンティブの問題も指摘されている。

⑶ 株式現物報酬

もっとも，ストック・オプションは株式そのものではなくあくまでも新株予約権にすぎないから，株式そのものを報酬として付与するよりインセンティブが弱いともされてきた。そこで，ストック・オプションに代わり現在導入が模索されているのが，リストリクテッド・ストック（RS）やパフォーマンス・シェア（PS）といった株式現物報酬である[13)]。仕組みは若干のばらつきがあるが，多くのスキームにおいては，役員在任中の業績を客観的に評価した上で，退職時に当該評価に応じた株式数を付与する。税制上の問題から株式付与のタイミングにもばらつきがあるが，いずれにせよ役員在任中には当該株式を自己の資産として利用できない設計となっている[14)]。また，新しく開発された制度であるため，役員のインセンティブをそがないための工夫もされている。業績指標として単純に売上高や純利益を測るのではなく，事前に立てた経営目標の達成度により評価するものや，ROE・ROA のような株主目線の数値を根拠とするものが多いようである[15)]。もっとも，評価に主観が入ることによる不明確さは絶えずつきまとう問題でもある。

13）実務的な説明として，石綿学ほか「日本版リストリクテッド・ストックの導入〔上・下〕商事2102号４頁，2103号26頁など参照。

14）例えば，上場会社においては種類株式の発行に制約が伴うため，RS の譲渡制限には会社と役員との間の契約が用いられているようである。石綿ほか・前掲注13）〔下〕28頁以下。

15）従前は税法上の損金算入に際して，算定指標が有価証券報告書の「利益に関する指標」に限られていたため使い勝手が悪かったとされる。しかし，平成28年度税制改正により，EBITDA・ROE・ROA のような有価証券報告書上の他の指標も用いられることが明確になった。法人税法34条１項３号，法人税法施行令69条８号。小林真一＝戸村健「インセンティブ型役員報酬についての平成28年度税制改正」税務弘報2016年10月号15頁などを参照。

⑷　株式報酬の問題点

ストック・オプションや株式現物報酬は，しばしば企業不祥事の火種となってきた。エンロン，ワールドコムといった有名企業の不祥事は，ストック・オプションの過大な付与を遠因とする会計不正に発端したものだったし[16]，リーマン・ショックに代表されるサブプライムローン問題においては，金融機関が短期的な利益を追求する報酬形態をとっていたことが問題視された[17]。そのためアメリカにおいては，いわゆる Say on Pay 決議が導入され，一定程度の効果を上げていると指摘される。もっとも，Say on Pay 決議を持ち上げるだけでは，会社法制度全体の正しい認識には至らないと思われる。アメリカの株式会社でそもそも株主総会の権限が日本に比して小さく，取締役選任のできない株主総会において，経営陣に対する意見表明の機会として報酬の勧告的決議が活用されているというのが認識として正しいようである。また，株主総会決議の拘束力という観点からは，日本の会社法361条１項各号の方が効力は強いといえる。もっとも，お手盛りの弊害防止という観点から総額の上限を定める，ミニマムとしての現行の強行法規定が，役員のインセンティブを方向付ける海外の潮流とフィットしていないことは事実だろう[18]。Say on pay がうまく機能しない可能性については，伊藤・津野田が紹介する Gordon 論文で指摘されている。仮に say on pay が有効な方策であるとしても，それには役員報酬政策の妥当性を判断する情報が必要であり，現時点での日本の報酬開示では明らかに不十分である。現時点で開示を充実させることなく say on pay を導入す

16）当時の研究として，例えば，伊藤靖史「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」同法58巻３号１頁，小立敬＝木村真生子「米国におけるストック・オプション付与をめぐる不正操作」商事1783号33頁。

17）当時のイギリスの状況を概観したものとして，例えば，河村賢治「金融業者の規制：日本とイギリス」法時81巻11号28頁。

18）神田ほか・前掲注９）座談会〔上〕24～25頁〔神田発言〕，伊藤靖史ほか「《座談会》役員報酬の再検証」商事2075号６頁などを参照。

ることは，安易な現状追認をもたらさないか懸念される。

また，不正会計問題は役員報酬一般について問題にならないものではない。そもそも報酬増額・維持のため利益を大きく見せかけることは現金報酬においても変わらない[19]。現金報酬と現物報酬の本質的な違いは，やはり渡される対価の違いに求められるべきものである。

では，現物報酬の目的は何か。日本の現在の上場会社では役員が株主であることを要求する制度設計は認められておらず[20]，経営陣と株主とは別個独立した存在として扱われる。これは「所有と経営の分離」という株式会社の原則論に対応するが，経営陣が株主の意に沿わない機会主義的行動をもたらす[21]。役員の株式報酬割合を増やすことは，経営陣に株主としての地位を併有させることで，このエージェンシー・コストを下げるためのひとつの方策である。

もっとも，いわゆるエージェンシー問題は，株主・経営陣間のものに限られない。支配株主・少数株主間のエージェンシー問題，株主・債権者間のエージェンシー問題も指摘されるところである。これらにも目配りをしないうちに現物報酬を増やすことは，多数派株主にとっては有利であっても会社（関係者）全体のためには必ずしもならない。特に，機関投資家が大きな発言力を持つ現在の日本の株式会社において，多数派株主と経営陣の利害は一致するが，少数株主の利益が害される場合の取扱いには注意すべきである。おそらく株式報酬割合を増加させるべきとする論者は，支配株主・少数株主間のエージェンシー問題は別途対処すべきものと考えているか，スチュワードシップ・コードを遵

19）現物報酬の方が，現金報酬に比してレバレッジ効果が大きいということに過ぎない。また，仮に従前から指摘されたように，不祥事が起こるとマイナスの業績連動報酬効果が発生するのであれば，（報酬比率にかかわらず）それが生じないように不祥事を隠蔽する行為に走ることになるだろう。

20）会社法331条２項は，公開会社でない株式会社を除き（ただし書），取締役が株主でなければならない旨を定款で定めることができない旨定める。かつてはいわゆる「資格株」制度としてこれが広く用いられた時代もあった。

21）いわゆる株主・経営陣間のエージェンシー問題。

守する機関投資家が合理的に対処すると考えているのであろう[22]。しかし，外国人投資家と国内機関投資家では投資の方針にもかなりの違いがあるとされることや，既存のエージェンシー問題についての成果を勘案すると[23]，今後の進展にも注意を払う必要があるのではないか。

また，諸外国の議論においては，業務執行者と社外取締役とを峻別するものが一般的であったが，日本の現行法においては代表者や業務執行者，社外取締役のほか，平取締役も見過ごせない存在である。従前の日本法実務における株主総会から取締役会，取締役会の代表取締役への報酬決定の一任・再一任実務は，個別役員のインセンティブ付与スキームとしてはうまくワークしないが，特に取締役会メンバーとしての監視・監督という職務を果たさせるためには，平取締役の報酬が代表取締役の再一任により決定されることの問題点も看過できないように思われる。

⑸　小　括

経営陣が株主を兼ねる状態は，近時の株式会社法の重要トピックであり続けている。たとえばMBOと呼ばれる経営陣の自社株買付けによる非公開化取引

22）具体的には，機関投資家の行動が投資対象会社の企業価値向上に資さないと判断される場合，当該機関投資家の受託者責任が事後に問われることが想定されていると思われる。

23）通常，支配株主・少数株主のエージェンシー問題が役員報酬に際して現れるのは，小規模で閉鎖的な会社の内紛であると考えられる（伊藤靖史「取締役報酬規制の問題点」商事1829号4頁，同「取締役報酬の『不支給・低額決定』について」川濱昇ほか編・森本還暦『企業法の課題と展望』（商事法務，2009年）305頁など参照）。日本法では個別報酬開示自体が限定的にしか認められていないが，今後報酬に関する法的議論に従い，個別開示が行われるのならば，現行法は個別開示を無期限延期しているのと同様の状態ともいえる。この状況で支配株主・少数株主のエージェンシー問題を気にする必要がないのかは，本稿筆者には容易に判断できない。各企業の株式保有状況に応じて，問題となるエージェンシー問題には差があるのではないか。田代一聡「機関投資家のエージェンシー問題」証券経済研究92号35頁，株式保有の集中・分散の違いによってsay on payの機能に差が出るとした，伊藤・前掲注7）253頁の紹介するGordonの議論も参照。

機関投資家などの大株主によるモニタリングを整理したものとして，例えば，宍戸善一「大株主の権利行使」ジュリ1050号142頁。

は，経営陣が少数株主コストをカットし，経営改革を断行することで企業価値を高める有用性があるとされる。しかしその反面，経営陣と株主との間の構造的情報格差による潜在的利益相反性が絶えず指摘されているところである。

所有と経営を分離して広く大衆から出資を募る大規模上場会社を念頭に置いた株式会社法規律は，役員報酬・MBO という 2 大論点において既に，所有と経営を一致させる方向への再収斂を見せている。後に述べる従業員持株制度と相まって，経営陣・（中長期保有）株主・従業員（という特定のステークホルダー）が，企業価値の（中長期的）向上という同じ方向を志向するのであれば，少なくともそれら会社の主要なステークホルダーにとってはすべてよい解が現れるのかも知れない。しかし，従業員持株制度をそのように楽観視することは，必ずしも正解でないようにも思われる。

3．従業員持株制度[24)]

⑴　議論の背景

役員の株式現物報酬制度に比べると，従業員持株制度に関する議論の再燃は若干早い時期から行われている。2008年，経産省主導の研究会がいわゆる日本版 ESOP 制度を提言し[25)]，類似の制度も含めていくつかの形態が存在する。

⑵　従来の従業員持株制度[26)]

日本の会社における従業員持株制度は，戦後すぐに普及を見せた。判例上問

24）従前の従業員持株制度の研究として，市川兼三『従業員持株制度の研究』（信山社，2001年），牛丸與志夫「従業員持株制度の検討⑴～⑸」商事1102号 2 頁以下連載，道野真弘「従業員持株制度の研究⑴～（ 3 ・完）」立命240号210頁・241号198頁，242号102頁などがある。

25）新たな自社株式保有スキーム検討会「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」（平成20年11月17日）。

26）直近の経済分析からの研究として，大湾秀雄＝加藤隆夫＝宮島英昭「従業員持株会が生産性，賃

題となった有名な事案[27]では，当時存在した額面額で従業員持株会または会社と従業員とか株式の売買を行い，従業員株主は毎年一定程度の配当を得，退職時には従業員持株会または会社に額面額で売却することが約定されていた。つまり，配当収入というインカム・ゲインを得ることはできても，値上がり益というキャピタル・ゲインを得ることはできない設計であった。このような慣行に対して，配当性向がほぼ100％でなければ合理性はないとの主張も見られたが[28]，判例上は定期的な配当がなされていれば，キャピタル・ロスを受けないという点にも鑑みて合理性が認められる傾向が強かったように思われる。

従業員持株制度においては，当該購入資金は従業員自身が負担する形態をとるため，賃金通貨払の原則[29]にそれ自体として違反するものではない。しかし，通常当該インカム・ゲインは少額にとどまり，また賃金の代替的制度として扱うことは上記原則に抵触することになるため，あくまでも賃金とは別の付加的な給付であるとされる。そのため，従業員持株制度は割の良い社内預金のような福利厚生制度の一環として捉えられてきたようである[30]。

また，このようなスキームにおいて往々にして会社から奨励金が支給されることが，株主の権利の行使に関する利益供与に該当するのではないか，という

金，および企業業績に与える影響」JPX ワーキング・ペーパー Vol.12（http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008q5y-att/JPX_working_paper_No12.pdf から入手可能。最終アクセス2016年11月22日）がある。同ペーパーでは，従業員の持株会参加が付加価値生産性，賃金，ROA，トービンのｑのいずれに対しても，平均では正の効果を持つこと，これらに影響を与えるのは，主として１人当たり保有金額の増大を通じてであり，参加率や持株会保有比率の上昇と生産性との間に有意な関係は見られなかったとされる。また，機関投資家保有比率や海外投資家保有比率が高い企業ほど従業員持株会の生産性に与える影響が大きく，従業員参加型経営へのコミットメントと株主によるモニタリングが，経営陣の規律付けを高める上で補完的な役割を担っている可能性を示唆している，とする。

27）最判平成７年４月25日集民175号91頁，最判平成21年２月17日集民230号117頁（いわゆる日経新聞社事件）。両判決の立場が異なるかについては会社法上議論があるが，ここでは立ち入らない。

28）前田雅弘・会社法判例百選〔第３版〕45頁など参照。

29）労働基準法24条１項。

30）労働者の経営参加との対比における議論として，たとえば，奥島孝康「労働者の経営参加」竹内昭夫編『特別講義商法Ⅰ』（有斐閣，1995年）146頁などを参照。

批判もくすぶってきた。しかし，著名な裁判例においては議決権行使における会員の独立性や福利厚生の一環として適法とされている[31]。

⑶　日本版 ESOP 制度の狙い[32]

同制度は，アメリカの Employee Stock Ownership Plan にヒントを得て導入されたものである。アメリカの ESOP は退職給付年金として従業員に株式を割り当てるものであり，Employee Retirement Income Securities Act（ERISA）とよばれる特別法によって厳密に規律されている。カルパースに代表されるように，退職給付年金基金は機関投資家として極めて強い影響力を有している。

他方，日本版 ESOP の主たる制度目的は，一定程度まとめて自社株式を購入できるスキーム作りにある。通常は会社から独立した法的ビークルを立ち上げ，会社が当該ビークルに資金を提供し，ビークルは市場において会社株式を購入する。また，株式発行を受けることもある。そして，従業員の払込みに応じて順次ビークル保有株を従業員に移転させるという仕組みが一般的である。

この帰結としては，相当多額の自社株式をビークルが購入することになる。従業員の福利厚生という発想からすれば，できるだけ多くの株式が購入できることが望ましいから，ビークルが株式を購入するタイミングは，一定程度自社の株価が安値である場合が多いとされる。このこと自体は（特定額でのビークルへの売却が保証されている限り）従業員株主にとっては悪いことではないが，その不可避の結果として，安値の自社株式の買い支えという効果を（副次的にであれ）もたらすことになる。そのため，日本版 ESOP 制度は株価が低迷した

31）福井地判昭和60年３月29日判タ559号275頁。

32）日本版 ESOP 制度の研究として，新谷勝『日本版 ESOP の法務』（税務経理協会，2011年），東陽介「従業員持株会関連法制と従業員株主の緯線ティ部」宍戸善一編著『「企業法」改革の論理』（日本経済新聞出版社，2011年）130頁，内椿博信「日本版 ESOP における会社法上の問題に関する一考察⑴」琉大法学90号225頁などがある。

企業において魅力的な選択肢だったようである[33]。

このようなビークルを用いる方式は，自社株式購入資金を従業員にのみ提供することが，株主平等の原則[34]に反したり，株主の権利の行使に関する利益供与[35]に該当したりしないようにする，という目的もある。従前から株主平等の原則は，株主優待制度のように完全に比例的取扱いがなされていない場合にも，利益が些少である場合には厳格に守られてこなかった。購入資金を一度に多額供与することはこれに該当する可能性が高いため，ビークルを介在させている訳である。もっとも，これは従前の従業員持株制度でも達成できたことであり，日本版 ESOP 制度が株価の下支え策と批判されたゆえんでもあったように思われる。

また，市場でのビークルの株式買付けに加え，株式会社がビークルに対して募集株式の発行等を行うこともあり，差止めの可否が争われた裁判例もある[36]。日本版 ESOP のファイナンス全体を疑う見解からは，差止めを認めなかった東京高決の結論には批判もあるが，有利発行・不公正発行について他の募集株式の発行等と別異に解する必然性はないと思われる[37]。

⑷　安定株主としての従業員持株会

従前の従業員持株会も含めて，その議決権行使の不透明性はつとに指摘されてきた。上場会社の中にも上位10名の株主に従業員持株会が含まれていること

33）従前の経緯については，内桙・前掲注32）227～229頁参照

34）会社法109条１項。

35）会社法120条。

36）東京高決平成24年７月12日金法1969号88頁（ダイヤ通商事件）。評釈として，弥永真生・ジュリ1447号２頁，白井正和・平成24年度重判解97頁，和田宗久・金判1415号２頁，潘阿憲ビジ法13巻８号148頁，藤原俊雄・Watch 13号113頁，久保寛展・福岡大学法学論叢58巻２号375頁，瀬谷ゆり子・桃山法学22号91頁，岡本智恵子・法と政治64巻４号37頁，内桙博信・琉大法学93号91頁，伊藤靖史・商事2103号40頁。

37）伊藤・前掲の指摘する通りであり，仮に有利発行・不公正発行該当性を疑うのであれば，募集株式の発行等における第三者割当てそのものの当否を論ずべきであろう。

は決して少なくないが，その議決権行使については，従業員持株会会長が適切に行使する程度の設計になっているものもあるという。従業員持株会会長に会社の総務部長がつくことも，現実には少なくないようである。この場合，従業員持株会は会社提案に賛成する安定株主としての性格を強く有することになる[38)]。従業員株主の意見をダイレクトに議決権行使につなげるためには，アンケート結果をそのまま議決権の不統一行使に結びつけるパス・スルー投票の方法があるが[39)]，それでも従業員株主は経営陣を支持する傾向が高い集団であると思われるから，従業員持株会が安定株主となる可能性は高いだろう。

⑸ インセンティブ設計としての従業員持株会

近時は古典的な役員に対するストック・オプション，従業員に対する持株制度という枠にとどまらない実務もみられる。具体的には，上級管理職に相当する従業員に対して，ストック・オプションを付与する企業も一定数存在し[40)]，役員が持株会を組織することもあるようである[41)]。スキームの詳細・実態について本稿筆者は十分に習熟していないが，役員と一般従業員との間で業務の中枢を担う層にとっては，このようなインセンティブ制度設計は魅力的であるかもしれない。

もっとも，リスク回避的な多くの一般従業員にとっては，賃金通貨払原則もさることながら，価値下落のリスクがある株式支給は賃金の補完制度としては基本的に望ましくない。前述した最高裁の 2 判例は，ともに株式譲渡制限会社

38）敵対的買収防衛策についてこの趣旨を明示的に書いたものとして，阪口春男＝中沢構「敵対的買収に対する防衛策のメリットとデメリット（上）―平時における対策を中心に―」金法1738号（2005）62頁，63頁以下。現場の企業においても，かかる認識は少数派ではないといえそうである。道野真弘「従業員持株制度の現状と展望」出口正義ほか編・青竹古稀記念『企業法の現在』（信山社，2014年）227頁，237頁以下などを参照。

39）以上につき，道野・前掲注38）243頁注（24）参照。

40）柴田ほか・前掲注 7 ） 8 ～ 9 頁。

41）柴田ほか・前掲注 7 ） 7 頁。

の事案であり，市場取引は行われていなかった。最判平成７年は事例判決と評しうるものだが，最判平成21年は，額面額固定による譲渡ルールは，従業員株主にキャピタル・ゲインを与えない一方，キャピタル・ロスも生じさせない点で合理的であるとしている。大企業の場合，業績にいかんによっては株価の鑑定評価によってキャピタル・ゲインが生じているとおぼしき事案があることは否定し得ない。しかしその場合，会社側が積極的にキャピタル・ロスを主張して額面額より低額での譲渡を要求することはないだろう。以上のような理由から，非上場会社における従業員持株制度は，確かに（利率のいい社内預金のような）福利厚生制度としては機能しうると思われる。他方，上場会社の場合はキャピタル・ロスも明確に発生しうるから，多額の配当によるインカム・ゲインがない限り，賃金の補完制度としても福利厚生制度としてもうまく機能しないように思われる[42)]。

また，重要な点として，一般従業員の（業績達成にとってであれ，日々の業務であれ）努力は通常会社の目に見える成果に直結しない。専門職の場合一般職に比べて努力が成果に直結することは少なくないように思われるが，その場合も通常成果はチームワークによるそれであり，純粋に個人の成果と評価できる場合は多くないはずである。その場合，チーム内の他の従業員の努力にフリーライドすることによって，成果評価の恩恵を得ようとするモラルハザードが発生することになる。

結局のところ，賃金の補完制度として株式連動型の仕組みを用いることは，多くの上場会社にとっては適切ではないだろう。福利厚生制度としても，必ずしも配当性向が強くなく，キャピタル・ロスのリスクも高い上場会社株式の場合合理性はあまり感じられない。それを従業員株主が会社への愛着だとか，期

42）このような問題は確定拠出型年金の投資先が限られている場合などにも顕在化しうるが，ポートフォリオ運用によってリスクヘッジすることが可能である。

待に基づいて利用することはもとより自由であるが，仮に奨励金に基づくものであるとするならば，その増額[43]が福利厚生の範囲を超えて拡大されることには，前述した従業員持株会の経営陣支持の可能性も踏まえれば，他の株主との関係では慎重であるべきように思われる。

⑹　ステークホルダーを一括して論じることの適否

もともと，利用することが任意である従業員持株制度に参加する労働者は，会社に対して大きな不満を持っていない層であることが多いと思われる[44]。他方，会社の経営方針や株主の考え方と距離を置く労働者の中には，意識的に当該制度を利用しないこともあるだろう。株主と株式報酬を多く有する経営陣の間のエージェンシー・コストが減少し[45]，従業員株主と株主や上記のような経営陣との利害得失が一定程度共通するとしても[46]，そうでない従業員とこれらの存在との間には大きな壁が厳然として存在することになる。

本稿筆者は従前から，会社法学は支配株主・少数株主という区別や，金融機関・取引債権者・不法行為債権者という債権者の属性による区別には熱心であったが，同種の債権者の内部的な対立には無関心であったのではないかと考

43）大湾ほか・前掲注26）は拠出金の拡大を提言しているが，拠出金が利益供与に当たらないことについては，前掲注31）福井地判を援用する元村正樹「奨励金引き上げによる従業員持株会活用を考える」資本市場クォータリー 2004年冬号に触れる程度である（大湾ほか・14頁注 6 ）。

44）そうであるからこそ，前述のように安定株主として当て込むことが起こる。仮に 1 株株主のような会社に反対する従業員株主が多いとすれば，そのような期待もしないだろう。日本版 ESOP 制度については，退職給付の一環として制度設計されているため，モニタリング機能が弱まる可能性もある。道野・前掲注38）243頁。

45）このような方向性を align（ment）と表現することもある。たとえば，武井一浩「役員報酬改革」ジュリ1452号58頁，64頁。

46）もとより，このような説明がどの程度成り立つのかは判然としない。あくまでも従業員持株制度が福利厚生制度，悪く言えば清涼剤程度の機能しか有しないのであれば，それをもって株主等と利害得失が共通になるという評価は立たないだろう。そのような意味では，本文で想定しているのは従業員持株会という集団を形成する労働者全体ということになる。また，経営陣に不満はあるが実利をとって従業員株主になっている者の存在も理論的には排除できない。

えている[47]。労働者は会社法学的には過去・現在・将来にわたる金銭債権者の一種であり，それを全体として把握するのが通常のアプローチであった。しかし，従業員持株制度のように，潜在的にどの労働者にも利用可能性が確保されているということだけでは，全体として把握することの十分な根拠とはならないものと考える。少なくとも，それを現に利用している・利用しようとしている労働者と，そうでない労働者とは，モデル的思考のレベルにおいても予め区別する必要があるのではないか。日本版 ESOP 制度に限らず，この種の議論にはそのような視点がやや欠けているように感じる。

4．おわりに

ゲーム理論のような，同じ情報をもった合理的なアクターの行動を検討する手法が，リスク回避的な労働者や日本の一般株主を検討する際にどれほどあてはまるのかは難しい問題である。他方，株式現物報酬を採用する経営陣という存在は，エージェンシー問題が発生する株主・経営陣という 2 者を同じ立ち位置に据えることで，物理的に問題を低減・回避しようとする解説策の試金石になりそうである[48]。

株式報酬にかかる日本の議論がストック・オプションからより現物志向に転換したことは，新株予約権の行使が可能になった時点で即時に行使し，株式を売却する可能性を減らすなど，経営陣の視点を中長期的な株主と一致させるこ

47）若干の整理として，拙稿「継続的契約・将来発生債権の取扱いに関する論点整理」京園68号23頁，拙稿「会社法における従業員の取扱いに関する交通整理」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流』（新日本法規，2014年）377頁。

48）もっとも，ダブルコード体制は，株主・経営陣・他のステークホルダーの対立を，安易に株主中心にまとめ上げようとしているわけでもない。スチュワードシップ・コードは投資家に理性的な行動を求め，コーポレートガバナンス・コードも，経営陣が対話すべき相手を長期保有目的株主に限定するなど，不用意な対立を制約する流れにあるようにみえる。

とに成功したかもしれない。しかし，従業員株主をそのような流れと結びつけることは，到底できなさそうである。その要因として本稿が掲げたのは，賃金通貨払原則の制約による付加的な福利厚生制度にとどまること（，その結果として従業員の株主としての会社へのコミットメントは極めて限定的であること），そもそも従業員株主は会社に協力的な存在であり，労働者の中では部分的な存在に過ぎないこと[49]である。

株主・経営者・（従業員を含めた）他のステークホルダーが同じ方向を目指すことは，前述したような報酬改革で加速するのだろうか。株主・経営者・ステークホルダーが同じ方向を目指して進む企業は，これまでも存在した。ただ，株式保有が分散化した会社においては，株主・経営者間のエージェンシー問題は軽視できない状態だったと思われる[50]。会社が株主の短期的利益から独立して従業員などのステークホルダーの利益を優先できたのは，金融機関のモニタリングが一定程度機能していたからだと考えられている。株式の相互持合いが相当程度解消され，外国人投資家や様々な機関投資家の持株割合が増加した現在においては，保護されるべき（でありかつては実際保護されていた）ステークホルダーにとっては厳しい時代なのかもしれない[51]。

49）これに対して役員の場合，社外取締役や非業務執行取締役について別個の設計はありうるものの（それすらも必然ではないが），通常現物報酬は業務執行に関与する取締役に同じように導入されているだろう。この点で，任意団体としての従業員持株会と性質に大きな差があることになる。

50）最近本稿筆者が接したものとして，結城武延「近代日本における株主総会と取締役会」田中亘＝中林真幸編『企業統治の法と経済』（有斐閣，2015年）155頁は，NHK 連続テレビ小説「あさがきた」でも脚光を浴びた大同生命の株主総会にスポットライトを当てる。同社では増資を一切行わず，また株式保有を広岡家に集中させて経営陣のモニタリングを強化し，生保 3 社合併によって生え抜きの経営陣を育成させたという。

51）津野田・前傾注 7）（2・完）78〜91頁は日本に特徴的なステークホルダーが役員報酬に与えた影響に関する実証分析から，役員がリスクを避ける傾向に陥ったと分析する。このような理解に対し，宮本光晴『日本の企業統治と雇用制度のゆくえ』（ナカニシヤ出版，2014年）第 1 章は，経営陣が経営改革を行ったこと，典型的には役員報酬の株主連動性を高めたことは，株主におもねることではなく，その立場を踏まえた上でなお経営判断の独立性を確保するための施策であったとする。そしてその傍証として，（モニタリングで重視される）社外取締役・監査役の人数・比率の伸びが鈍かったことを挙げる。この分析には一理あるのかもしれないが，社外取締役の実質強制に関

上場会社における株主構成が大きく変動し，機関投資家が中心となった現在において，株主・経営者の志向する方向性が統一されることは，その他のステークホルダーにとっては順風にも逆風にも働くことがありうる。短期的な投機取引では十分に認識されない人的資本の蓄積を，中長期的利益を優先する機関投資家はそれなりに重視すると思われる。他方で，株主にとって経営陣の意思決定・業務執行が適切でない場合（それはリストラをせずに配当性向を下げることも含む）には，株主とステークホルダーとの利益は相反することになるだろう。通常，会社法では債権者保護は債権の満足という観点からしか見ることはなく，それ以外のもの（例えば従業員の働きがいといったもの）は捨象して考える立場にある。しかし，短期的利益や株価の投機のみを狙うのでなく，マクロ経済や当該企業の業種の不振がなければ，概ね企業の生産性向上とステークホルダーの利益は同方向にあると，会社法学・実務は楽観的に考えているのかもしれない。もっとも，多数派株主の行動が，企業価値の減少を招く可能性も否定はできない[52)]。従業員というステークホルダーは，ときには経営陣を通じて，人的資本の重要性といった自らの立場を株主に主張する必要がある。特に生え抜きでないプロの経営者がいる企業においては，ステークホルダーは単に他の利害関係者と同じ方向を向くのではなく，自らの立場を雄弁に語ることも必要だろう[53)]。

従業員株主という株主兼ステークホルダーについては，特別な考察は不要で

する会社法327条の２の制定によって，このような分析もしにくくなった。

52）最決平成19年８月７日（ブルドックソース事件最決）における買収防衛策の導入・発動が，その後ブルドックソースの株主にとって必ずしもプラスにならなかったという悲観的な分析として，胥鵬「ブルドックは企業価値の番犬か」田中＝中林編・前掲注50）241頁。

53）株式報酬の導入についても企業法務に精通した弁護士やISSのような議決権行使機関，信託銀行関係者などは積極的であるが，学者は必ずしも積極的でないように思われる。それは，役員報酬改革に成功している先駆的な企業も確かにあるものの，多くの企業は他社もしているから導入した，程度の認識しかないのではないか，という懐疑的な見方によるものである（たとえば，神田ほか・前掲注18）（上）20～21頁〔神田発言〕）。株主と経営陣が同じ利益を志向することは，必ずしも目的あってのこととは限らないのである。

あろうか。エージェンシー理論からすれば，必ずしも純経済合理的に活動しない特殊な株主兼債権者という存在の一種であり，コーポレート・ガバナンスの特殊な問題として認識すれば足りるのかも知れない。もっとも，従業員株主が不利益を受ける事態は過去にもあり[54]，その在り方について緻密に検討する必要はあるように思われる。

本稿筆者としては，機関投資家・経営陣の対話を通じた企業の方向性を模索する動きには賛意を示したい。一方で，ステークホルダーの属性によって，対話ではなく対立・無視しか行わないといった態度の切替えが行われることは望ましくない[55]。株主を含む会社のステークホルダーが，ともに同じ方向を向いて建設的な活動を行えるのか，本稿筆者も理論・実務の現状を見つつ，考えていくことにしたい。

〔付　記〕

校正段階で，渡辺徹也「役員に対するインセンティブ報酬への課税とコーポレート・ガバナンス」宍戸善一＝後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言』（商事法務，2016年）249頁に接した。

54）伊藤・前掲注７）192頁では，エンロンの確定拠出型年金基金の多くが自社株式に投資され，破綻直前の株価下落時に加入者による投資先変更が停止されたために自社株式の処分ができず，加入者が損失を被り，同時期に役員は株式を処分した例が挙げられている。

55）本稿筆者が，平成28年の日本私法学会シンポジウムにおいて，投資家フォーラムの江口高顯氏と行った質疑（学会誌『私法』79号（2017年発行予定）に掲載される）も参照されたい。