

論文

日本版 ESOP 採用の効果

暮石 秀樹
佐藤 倫正

- I はじめに
- II 米国 ESOP と日本版 ESOP の概要
- III 先行研究
- IV 日本企業の ESOP 採用の効果
- V おわりに

要旨

現在、日本では、米国で誕生した ESOP を参考にした日本版 ESOP の導入が拡大している。この ESOP は、株主資本主義の傾向の強い米国で、富の分配が偏在していることからその対応として導入がなされた可能性がある。一方、日本は元来、従業員志向の強い国であったが、グローバル化の進展に伴い、株主志向的な傾向が強まっている。このような中で、日本においても米国の ESOP を参考にした日本版 ESOP の導入が拡大している。ESOP が発達した米国では、ESOP 導入の効果を検証した研究が進んでいるが、日本版 ESOP 導入の効果を検証したものは未だ乏しい。本稿は、米国 ESOP に類似する日本版 ESOP の一形態である株式給付型 ESOP を対象に、その導入による業績への効果を検証する。

キーワード

米国 ESOP, 日本版 ESOP, 株式給付型 ESOP

I はじめに

近年、日本では、米国で誕生した ESOP (Employee Stock Ownership Plan: 従業員株式所有制度, 以下「ESOP」という) を参考にした日本版 ESOP の導入が進んでいる。ESOP は、退職従業員に対して、無償で自社株式を給付する仕組みの全員参加型の制度であり、確定拠出年金の一種に分類される。この ESOP は、法律家であり経済学者、哲学者であった Louis O. Kelso がその理念を提唱した。Kelso は、一部の富裕層が独占的な株式保有を通じて富の集中が進むことに懸念を抱き、従業員による株式保有を通じた富の再分配の必要性を訴え、ESOP を考案したとされる¹⁾。Kelso は ESOP について、「ESOP とは、企業のビジネスを成長させ、企業に価値ある目的を遂行させるための資金を融通する体制を整えつつ、従業員を自社株の所有者に仕立て上げようと企画されたものである。そのさい、従業員の給与や貯蓄を取り崩すようなことはしない。ESOP は、法的に委託された制度であり、ミッシング・リンクである。それは、個人にリスクや負債を負わせることなく、従業員が自社株を購入する際の資金貸付を行い、企業が課税前収益を拠出して、従業員のために自社株を購入するように作られたものである。つまり、すでに裕福な人たちが株式を購入するために付与されている信用に匹敵するような信用を従業員に与えて、平等化を実現しようとする計画である」²⁾ と定義し、株主資本の傾向の強い米国においても、ESOP を通じて資本の分配を労働者にまで拡大して、資本家と労働者間の富の再分配を公平にし、かつ従業員の主体的な経営への参加をもって社会をより良いものとしようとした。この理念の下、ESOP は民主党上院議員のラッセル・ロング等の協力によって、ESOP に法的位置づけが与えられて、その導入拡大の後押しがなされ、現在 ESOP は、多様な目的で導入が進み、そのプラン数は約 6,801 であり、参加人数は約 1344 万人となっている³⁾。

この ESOP を参考にして日本版 ESOP が開発されて導入が進んでいるが、制度が誕生して間もないため、ESOP 導入による業績等を検証した研究が進んでいない。この点、米国では、ESOP 導入に関する従業員や企業に対する効果の有用性を検証した研究が進んでいる。しかしながら、Freeman (2007) は、次のように指摘する。米国の ESOP を含む従業員所有制度に関する研究に関して、社会に対する従業員所有制度の効果に関しての研究は限られており、ESOP を考案した Kelso 等は、オーナーシップがコミットメントを醸成し、職場の緊張状態を緩和し、富の偏在を縮小させ、そして、より良い社会づくりに寄与すると主張していたが、ESOP や他の従業員制度がより良い社会づくりに寄与しているとの主張を正当化する研究はほとんどない⁴⁾。ESOP 導入による社会に与える効果に関する研究は、ESOP に関する研究が進んでいる米国においても未だ進んでいないのである。この Freeman (2007) が指摘する ESOP 導入の社会に与える効果を検証するために、その足掛かりとして、本稿では、日本版 ESOP の導入による業績への効果についての検証を行う。

論文の構成は、第 2 節において米国の ESOP と日本版 ESOP を概説し、第 3 節では、米国の ESOP 導入による業績への影響に関する先行研究を概観する。第 4 節においては、日本

版 ESOP の一形態である株式給付型 ESOP を対象に、仮説を通じて、株式給付型 ESOP の導入による企業業績への効果を検証する。最後に、本稿の結論と今後の課題を示す。

II 米国 ESOP と日本版 ESOP の概要

1 米国 ESOP の概要

ESOP は、1974 年の ERISA 法 (Employee Retirement Income Security Act : 従業員退職所得保障法) 及び内国歳入法 (Internal Revenue Code) によって、『主として適格な雇用者会社株式に投資する』確定拠出型年金信託の一形態⁵⁾として規定され⁶⁾、ESOP を導入する企業に対しては税制優遇を付与され、ESOP に参加する従業員に対して全額企業拠出によって、無償で自社株式が退職時に給付される。そのため、ESOP とは、「企業が従業員の報酬制度として導入する企業の拠出 (損金扱い) による従業員への税制優遇自社株分配制度」⁷⁾であると定義づけられる。ESOP の立法目的は、他の退職金・年金制度の代替手段ではなく、企業内に過度に蓄積された富を、株式を通じて従業員に移転することであったとされている⁸⁾。つまり、ESOP とは、自社株式を無償で給付する仕組みの全員参加型の制度であり、これを通じて、従業員に企業所有者の一員であるとの意識を持ってもらい、資本の分配を労働者にまで拡大して労働者の資産形成を促進し、同時に、株主と従業員の利害を一致させ、企業活動への主体的な参加を通じて生産性向上を目指し、全従業員を対象に自社株式を従業員に無償で付与する一種の従業員報酬制度である⁹⁾。

この制度に関して、企業拠出の確定拠出型年金プランの資産は、全て信託資産の形で保有しなければならないことから、ESOP 導入企業 (委託者) は自社株式の取得・管理を目的として運営するための信託である ESOT (Employee Stock Ownership Trust, 以下、「ESOT」という) (受託者) を設定する¹⁰⁾。そして ESOT は、企業から新株及び金庫株の取得、市場からの買い付け等を通じて自社株式を取得させ、退職する従業員または一定年齢に達した従業員 (受益者) に対して、自社株式を給付することとされ¹¹⁾。株式取得のための費用は全額企業が拠出し、毎年、ESOP の従業員の個人口座において、主として自社株式で年金資産を積み立てられ、従業員の個人口座に積み立てられた年金資産は、基本的に定年退職時まで給付を受けられないとされている。また、ESOP が保有する株式の議決権に関しては、上場企業においては、従業員の個人口座に分配された株式について従業員が議決権行使を指図する、パス・スルー投票が認められており、非上場企業では、吸収合併・解散・資本再構成等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とされている¹²⁾。

このように、ESOP のスキームは、企業は毎年、自社株式を取得するための資金を ESOP に対して拠出し、ESOT は当該資金を用いて自社株式を取得し、従業員に分配するというものである。この ESOP は、大別して 2 つの形態が存在している。1 つは、ノンレバレッジド ESOP と呼ばれ、企業は、ESOT に対して現金または自社株式を拠出し、現金の場合、

ESOTは当該資金を用いて企業または市場等から自社株式を購入する。そして、従業員が会社を退職する場合等に、現金あるいは株式を受け取るという制度である。いま1つは、レバレッジドESOPと呼ばれ、ESOTは、ESOP導入企業による債務保証の下で、金融機関から借入を行い、当該資金を用いて自社株式を企業あるいは市場等から取得し、従業員の退職時に自社株式を分配する制度である。

ESOTは、従業員ごとに信託口座を開設して管理する。取得した自社株式は、いったんESOPの仮勘定（サスペンス・アカウント）で管理される。レバレッジドESOPの場合、仮勘定内の株式は、金融機関によって担保に設定されており、ESOTが取得した株式は直ちに従業員の個人勘定口座に分配されず、借入金が返済されるまではESOT内の仮勘定で管理される。ESOP導入企業はESOTに対して、毎年、一定上限内で損金算入される企業拠出を行い、ESOTはこれらを返済に充当する。そして、借入金の返済額に応じて担保の解除を受け、従業員の個人勘定に分配され、従業員の退職時に自社株式が支給される。

ESOTが保有する株式に対する配当金は、ESOPの加入者あるいは借入金の返済に充てられる。なお、仮勘定内の株式の議決権行使については、法律上の規定はないが、議決権行使に関して受益者たる従業員のためにESOTは受託者責任を負うために、一般的に上場企業では、未分配株式の議決権行使については、実際に既に従業員の個人口座に割り当てられた株式の議決権行使について、従業員が指図した割合で未分配の株式の議決権行使を行うミラー投票が規約に設けられている場合が多いとされる¹³⁾。

米国では、1974年にESOPが誕生して以降、様々な税制優遇措置が付与されたことにより徐々にその導入が進み、1980年代には上場企業において、ESOPを導入することによって、友好的な関係と考えられる従業員に自社株式を所有させることが可能であることから、敵対的買収に対する対抗策として注目がなされ拡大した。しかし、このような防衛的な目的でのESOPの導入には異議が唱えられ、裁判においても一定の判断がなされたことによって、1990年代には敵対的買収防衛策としての導入は減少し、さらに、ESOPに対する税制優遇の縮小や撤廃などによって、上場企業におけるESOPの導入は頭打ちとなった¹⁴⁾。その後、上場企業の非公開化などの目的での導入もなされ、現在、米国におけるESOPは、事業継承のツールとしてその導入が進んでいる¹⁵⁾。このように、米国におけるESOPは多様な目的で導入がなされ、広く普及している。

2 日本版ESOPの概要

(1) 日本版ESOPの導入の目的と経緯

日本版ESOPは、米国ESOPを参考に信託等のビークルを用いて自社株式を取得し、当該株式を従業員に取得させる従業員インセンティブ・プランの一種である¹⁶⁾。この日本版ESOPに期待される効果として、①従業員の意思等を反映した議決権行使による企業のガバナンスの向上や長期的視野に立った経営への寄与、②従業員に中長期的な株価上昇へのインセンティブ付与による従業員の勤労意欲向上の効果の確保、③従業員の利益と企業や

株主の連動性が高まることによる企業経営への効率性向上等が期待されている¹⁷⁾。実際、日本版 ESOP 導入企業の目的は、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上、企業業績向上のためのインセンティブ付与等を目的として導入されている企業が多いとされる¹⁸⁾。日本版 ESOP は未だ未整備な点があるが、近年その取扱いが明確化されつつある。

日本版 ESOP の導入に向けた動きは、2001 年に経済同友会が「株価対策」についての提言」を公表したことに始まっている。この提言を受け、同年 3 月に「社会保障制度改革の提言」が出され、ESOP 導入に向けた議論が始まったが、提言は株価対策としての議論がなされ、作為的な施策であるとの批判や米国と同様の税制優遇の新設等、制度変更に多くの時間を要することから導入には至らなかった¹⁹⁾。

この提言以降、しばらく日本版 ESOP 導入に向けた動きは見られなかったが、日本での敵対的買収の増加に伴い、ESOP の敵対的買収防衛策としての効果が注目されるようになった²⁰⁾。そして、2008 年 10 月 30 日に、政府・与党から公表された経済政策において、「日本版 ESOP（従業員株式所有制度）導入促進のための条件整備」という項目が掲げられ、同年 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」が公表され、日本版 ESOP の制度上（会社法、会計、労働法、税務）の論点整理がなされた。同報告書公表後、2009 年 2 月 6 日に、企業会計基準委員会（ASBJ）から「連結財務諸表における特別目的会社の取扱い等に関する論点の整理」が公表され、同年 9 月に金融商品取引法や内閣府令等も改正され、さらに、2013 年 12 月に ASBJ が実務対応指針第 30 号「従業員等に信託を通じて自社の株式を交付する取引に関する実務上の取扱い」が公表され、日本版 ESOP に関する取扱いが整備されたことで、日本版 ESOP の導入が進んでいる。

(2) 日本版 ESOP の類型

日本版 ESOP は、従業員に自社株式の保有を促進させるために、米国 ESOP を参考にしつつも、現行の法制度の枠組中で開発されたものであり、米国 ESOP と同様の制度ではなく、各金融機関が開発した様々な自社株保有スキームの総称であるために、統一的なスキームがあるわけではない。この日本版 ESOP には、大別して 2 つの類型が存在する。1 つは、従来から広く日本企業に導入されている従業員持株会を活用した「従業員持株会型 ESOP」であり、いま 1 つは、全額企業拠出によって従業員に無償で自社株式を給付する「株式給付型 ESOP」である。これら 2 つの類型を「日本版 ESOP」と総称されている。

従業員持株会型 ESOP のスキームは、企業が信託を設定し、信託は企業の債務保証の下、金融機関から借入を行い、当該借入金を原資として企業や公開市場等から自社株式を取得する。そして信託は自社株式を従業員持株会（以下、「持株会」という）に対して、持株会に参加する従業員の給与や賞与から積み立てた資金に、企業が拠出した奨励金を合わせた金銭で譲渡可能な株式を時価で譲渡するスキームである。従業員持株会型 ESOP の対象となる範囲は、持株会に加入する従業員とされ、信託期間は概ね数年で終了することを前提として設計されていることが多い²¹⁾。

従業員持株会型 ESOP の特徴は、既存の持株会を活用する点に特徴がある。また、株価下落等の要因により、信託が債務超過になった場合、信託終了時の損失補填は企業による債務保証の履行等によって行われることから、持株会及び従業員が当該負担を負うことはない点も特徴とされる。

株式給付型 ESOP のスキームは、企業が信託を設定し、信託は企業または市場等から自社株式を取得する。信託は、取得した自社株式を受給権がある従業員に対して交付するが、この交付は従業員が保有するポイントに応じて自社株式は交付される。ポイントの付与は、企業が定める「株式給付規定」等に基づいて従業員にポイントが付与される。この制度では、従業員が受給権を得る時点の違いで、「在職給付型」と「退職給付型」の2つに分けられる²²⁾。

在職給付型は、従業員の在職期間中、又は、信託期間終了時に自社株式が交付されるが、退職給付型は、従業員の退職時に自社株式の交付が行われる。株式給付型 ESOP は ESOP を導入する企業によって柔軟な制度設計がされており、受益者の範囲を全従業員と対象にするほか、特定の職種ないし企業幹部とする場合もあり、対象範囲が異なっているが、信託期間は終了期日を定めず、制度が継続する限り信託が継続する事例が大半であるとされる²³⁾。本稿では、これら2つを含めて株式給付型 ESOP と位置付けている。株式給付型 ESOP の特徴は、企業によって自社株式取得に係る費用負担等がなされるために、従業員の負担はないことである。

以上のように、従業員持株会型 ESOP 及び株式給付型 ESOP は、「信託」を活用した点は共通しているが、その制度内容は異なっている。両者の決定的な違いは、株式取得資金を全額企業拠出による無償給付であるか否かである²⁴⁾。

(3) 米国 ESOP と日本版 ESOP の違い

日本版 ESOP は、米国 ESOP を参考にした制度とされるが、両者の制度は異なっている。従業員持株会型 ESOP は、信託が金融機関からの借入を利用して自社株式を取得し、従業員に株式を交付する点でレバレッジド ESOP と類似しており、株式給付型 ESOP は、信託を通じて全額企業負担によって従業員に自社株式を交付する点でノンレバレッジド ESOP に類似する制度である。しかし、従業員持株会型 ESOP の場合、自社株式の購入原資は、従業員と企業の両者の負担である。また、米国 ESOP は全従業員を対象に、退職時に自社株式が給付されるが、退職時給付型の株式給付型 ESOP は退職時に自社株式の給付を受けるものの、日本版 ESOP の対象となる従業員の範囲及び信託の期間も統一的でなく、異なる点も存在する。さらに、米国のような税制優遇措置は存在していない。

しかしながら、米国 ESOP との類似性を考えると、株式給付型 ESOP は、米国 ESOP におけるノンレバレッジド ESOP と近似しており、ケルソの ESOP の定義にも当てはまると考えられる。本稿では、米国 ESOP との類似性がみられる株式給付型 ESOP に限定して、ESOP 導入の効果を検証する。

III 先行研究

株式給付型 ESOP の導入による業績への効果に関しては、同制度を導入する企業へのインタビュー結果から、従業員が ESOP を通じて株主となることで、企業業績への貢献意欲と株価への意識が高められ、企業業績改善が期待されているが²⁵⁾、現在までに日本版 ESOP を導入したことによる業績への効果を検証した研究はない。この ESOP に関する研究は、ESOP が発展した米国において多くの研究結果が蓄積されている。米国の ESOP を含む従業員所有制度に関する研究は主として、①従業員の姿勢及び行動、②企業業績、③雇用の安定性・成長性・企業の存続、④従業員の賃金及び財産寄与への関係の 4 つに分類でき、この領域で ESOP に関する研究は、ESOP 導入企業 ESOP 非導入企業間の業績比較や ESOP 導入前後の業績比較の研究がなされている²⁶⁾。本稿は、企業の ESOP 導入による業績への効果を検証するため、企業業績への効果に関する先行研究を概観する。

Kruse (2002) は、米国の過去 20 年間の 30 以上の研究から ESOP を含めた従業員所有制度の導入が企業業績に与える効果に関して、その効果は、好意的・中立的な結果で割れているとしながらも、ESOP に関する研究では、ESOP 導入年度に平均して 4 - 5% 程度の生産性改善をしており、ESOP 導入後も高い生産性は維持され、この一時の上昇は過去 20 年間における米国経済の平均的な年間の生産性向上の 2 倍以上であると指摘しており、ESOP の導入と業績に関しては、相対的な優位性を指摘している。Kruse and Blasi (1997) は、ESOP 導入による生産性に関して、相対的には ESOP 導入企業は ESOP 非導入企業よりも優れており、また、ESOP 導入後においても生産性は改善する結果を示している。

ESOP 導入後の業績に関する研究について、Kruse and Blasi (2000) は、ESOP 導入企業は ESOP 導入後において、売上高成長や、雇用伸び率、1 人当たり売上高が改善されたことを明らかにしており、Quarrey and Rosen (1987) も、ESOP 導入企業は ESOP 導入後に売上高成長率や雇用成長率が高いことを明らかにしており、Rosen (1989) や Cohen and Quarrey (1986) も同様の結果を報告している。Borstadt and Zwirlein (1995) は、ESOP の導入目的別に業績への影響を検証した結果、敵対的買収防衛目的での ESOP 導入の場合は、生産性や収益性に影響は与えないが、純粋な従業員給付として ESOP を導入した場合、従業員 1 人当たり売上高は改善し、生産性改善につながっていることを明らかにしている。Pugh, Jahera and Oswald (2005) は、ノンレバレッジド ESOP は、総資産回転率や ROA は、ESOP の導入後に短期的に改善していると報告しており、Kumbhakar and Dunbar (1993) も、ESOP 導入後に生産性の改善がみられるとしている。

ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間における業績に関して、Wagner and Rosen (1985) は、ESOP 導入企業は ESOP を導入しない企業に比べて、ROE や売上高成長率、売上高利益率等が優れているとしている。野村 (2001) は、Hewitt Associates とノースウェスタン大学のビジネススクールとの共同調査から、ESOP 導入企業は非導入企業と比べて ROA 等が高く、企業の経営幹部は ESOP 導入が業績向上につながったと確信しているとしていると紹介し

ている。Park and Song (1995) は、独立した監査役が存在している場合に、ESOP 導入企業は ROA 等の業績が改善すると報告しており、Wah (1999) も、ESOP 導入企業は株主リターンや ROA が優れているとする。

上場企業を対象に厳格に ESOP 導入による業績を検証した先行研究として、Stretcher, Henry and Kavanaugh (2005) は、1998 年から 2004 年の間に米国で上場している 196 社の ESOP 導入企業を対象に、ESOP 導入企業と ESOP を導入していない企業間の業績を検証した結果、ESOP 導入企業は ESOP を導入していない企業に比べて、ROA や売上高利益率、総資産対 CFO 比率が上回る結果が報告されている。この結果から、ESOP 導入企業は、ESOP を導入しない企業よりも、効率的に投下された資産の活用を行っており、そして、ESOP 導入企業の従業員は、ESOP を導入しない企業の従業員よりも効率的に企業経営を行うために行動していると結論付けている。このように米国では、ESOP 導入に関する効果の検証がなされている。

IV 日本企業の ESOP 採用の効果

1 仮説

我々は、米国 ESOP と類似する株式給付型 ESOP を対象に、その導入の効果を検証する。ESOP 導入企業の業績への効果に関して、① ESOP 導入後の業績の変化、② ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業の業績の違いを、仮説を通じた検証を行うことにより、ESOP 導入の効果を明らかにする。仮説は次の 4 つである。

仮説 1. ESOP 導入企業は、概して業績がよい。

Stretcher (2005) 等の先行研究と同様に、株式給付型 ESOP を導入する企業の業績は概ね良い結果となっているか。

仮説 2. 日本と米国の資本主義は従業員の位置づけなどで異なっているが、ESOP の採用は、その違いを超えて、同様な結果をもたらす。

一般的に、米国は株主資本主義の傾向が強く、株主中心の経営が行われるが、日本は人本資本主義²⁷⁾ などと言われるように、従業員を重視した経営が行われている。このように、異なる資本主義の下では従業員の位置づけなどで異なっているが、ESOP 導入企業は、その違いを超えて、米国における先行研究結果と同様の結果を示すか。

仮説 3. ESOP 導入企業は、米国での先行研究結果と同様に、ESOP を導入しない企業と比べて、ROE, ROA, 売上高利益率, CFO 対総資産比率が高い。

Wagner and Rosen (1985) や Stretcher 等 (2006) は、ESOP 導入企業は、ESOP を導入しない企業に比べて、ROE や ROA, 売上高利益率, CFO 対資産比率が優れた結果となっているが、株式給付型 ESOP を導入する企業は、同様の結果を示すこととなるか。

仮説 4. ESOP 採用に転じた企業は、米国と同じように、売上高成長率、従業員一人当た

り売上高，ROA が高い。

Quarrey and Rosen(1986) 等の先行研究と同様に，ESOP 導入後に売上高の増加や ROA，従業員一人当たり売上高は高まるか。

2 データ及び方法論

本稿では，日本版 ESOP のうち，株式給付型 ESOP を対象に，① ESOP 導入企業の導入前後 2 年間の対象として，ESOP 導入後の業績変化を検証し，② ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の業績の違いを検証する。サンプルの選択は，2010 年から 2014 年までに ESOP を導入した企業を対象とし，金融業や検証対象期間内の ESOP の終了，吸収・合併等の企業，検証に必要なデータが継続的に入手できない企業や ESOP 導入の公表がなされても検証対象となる期間に導入されない企業は除外される。検証するデータは，日経 Needs Financial Quest から得ている。

検証する業績指標としては，先行研究で用いられた指標を対象に，① ROE，② ROA，③ 売上高利益率，④ 売上高成長率，⑤ 従業員一人当たり売上高，⑥ 従業員一人当たり CFO，⑦ 従業員一人当たり当期利益，⑧ CFO 対売上高，⑨ CFO 対総資産，⑩ 負債比率の 10 指標である。また，ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の業績の比較については，これに加えて，ROE を構成する 3 要素（売上高利益率，資本回転率，財務レバレッジ）の検証及び利益の質の検証として，① 当期純利益対 CFO 比率及び② TA（経常利益－CFO）対 CFO 比率を追加検証として行う。

第 1 の ESOP 導入企業の導入後の業績の検証では，ESOP を導入した年を $y=0$ 時点として，ESOP 導入前後 2 年間の検証に必要なデータが取得できる企業を対象とした結果，サンプルは，① ROE 33，② ROA 33，③ 売上高利益率 33，④ 売上高成長率，⑤ 従業員一人当たり売上高 30，⑥ 従業員一人当たり CFO 30，⑦ 従業員一人当たり当期利益 30，⑧ CFO 対売上高 32，⑨ CFO 対総資産 32，⑩ 負債比率 33 となっている。検証に際しては，Wilcoxon の符号付検定を用い，帰無仮説は，中央値の変化は 0 であるとして，ESOP 導入は生産性及び収益性に対して影響をあたえないことを検証する。

第 2 の ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の業績の差の検証は，両者の業績の差を検証するために，ESOP 導入企業と同種産業に属する企業であり，かつ同時期における総資産が最も近い企業をコントロール・サンプルとして特定して平均の差の検証を行う。検証については， t 検定を実施している。総サンプルは，ESOP 導入企業が 58 社であり，コントロール・サンプルが 58 社となっている。

3 分析結果

(1) ESOP 導入後の業績変化の結果

表 1 は，ESOP 導入後 2 年間の業績変化の結果である。先行研究では，ESOP 導入後に，ROA や売上高利益率，従業員一人当たり売上高が改善する結果となっているが，この結果

からは、売上高成長率のみに統計的に有意な結果が得られる結果となっている。売上高成長率は、Year -1 と Year1 及び Year -1 と Year 2, 並びに、Year -1 と Year 2 の3つのウィンドウにおいて、統計的にプラスの有意な結果が得られており、企業はESOP導入後に売上高の増加率が上昇したとの結果が明らかになった。しかしながら、先行研究で有意な差があらわれているROAや従業員一人当たり売上高に関しては、統計的に有意な結果は得られなかった。

表1. ESOP導入後の業績結果

指標	比較年	y=1	y=2
ROE	y= -1	-0.04	-0.5
	y= -2	1.92	1.46
ROA	y= -1	-0.6	-0.42
	y= -2	-0.41	-0.23
売上高利益率	y= -1	-0.48	0.37
	y= -2	-0.07	0.37
売上高成長率	y= -1	3.97**	2.1*
	y= -2	4.0**	2.13
従業員一人当たり 売上高	y= -1	-7.13	8.83
	y= -2	-2.18	13.77
従業員一人当たり 当期利益	y= -1	1.85	-0.29
	y= -2	1.84	-0.3
従業員一人当たり CF0	y= -1	-0.26	0.72
	y= -2	-0.58	0.4
CF0 / 売上高	y= -1	-1.31	-1.34
	y= -2	0.4	0.37
CF0 / 総資産	y= -1	0.26	1.38
	y= -2	0.47	1.59
負債比率	y= -1	-19.9	-18.8
	y= -2	-0.04	1.05
***1%有意, **5%有意, *10%有意			

(2) ESOP導入企業とESOP非導入企業間の業績差の結果

表2は、ESOP導入企業とESOP非導入企業間の業績の平均の差を検証した結果である。統計上有意な結果が得られている指標は、①ROA、②CF0対総資産、③CF0対売上高の3つの業績指標である。各指標は統計的に有意な結果は得られていないが、ESOP導入企業は概ね各指標でESOPを導入しない企業よりも上回る結果がみられる。ROAは、検証期間全てにおいて、ESOP導入企業がESOP非導入企業よりも上回っており、統計的に2012・2013年に有意な差が得られている。また、CF0対総資産及びCF0対売上高の比率も2012

年に統計的に有意な結果を得ており、ESOP 導入企業の平均が上回る結果が得られた。そして、表 3 は、追加検証を行った結果である。ROE を構成する売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジの 3 要素は、相対的に ESOP 導入企業が優れた結果を示しているが、統計的に有意な結果を得られた指標は、2013 年度の資本回転率のみである。利益の質に関しては（当期利益 / CFO と TA / CFO）、統計的に有意な差は見られなかった。

表 2. ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の業績結果

指標	年	2011	2012	2013	2014
ROE	平均の差	-7.85	1.76	4.67	4.18
	t値	-1.2	0.44	1.6	1.64
ROA	平均の差	0.24	2.18	2.76	2.7
	t値	0.17	1.37	1.79 [†]	2.27 ^{**}
売上高利益率	平均の差	-0.12	1.35	3.77	2.28
	t値	-0.08	0.58	1.54	1.48
売上高成長率	平均の差	-6.88	6.89	-0.002	1.139
	t値	-0.65	1.55	-0.001	0.424
従業員一人当たり売上高	平均の差	225.49	137.75	70.32	51.66
	t値	1.0	0.98	0.89	0.82
従業員一人当たり当期純利益	平均の差	7.95	-2.91	10.87	2.49
	t値	0.89	-0.32	1.4	0.42
従業員一人当たり CFO	平均の差	1.29	-1.28	1.69	-1.52
	t値	0.75	-0.61	0.92	-1.05
CFO / 売上高	平均の差	-1.15	-3.43	4.2	-0.14
	t値	-0.25	-0.99	1.68 [†]	-0.08
CFO / 総資産	平均の差	-0.94	0.29	5.16	1.13
	t値	-0.25	0.11	3.60 ^{***}	0.83
負債比率	平均の差	-25.41	-64.81	-22.23	-33.34
	t値	-1.36	-1.31	-0.92	-1.35

***1%有意, **5%有意, *10%有意

表 3. ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の業績結果（追検証結果）

指標	年	2011	2012	2013	2014
売上高利益率	平均の差	-0.12	1.35	3.77	2.28
	t値	-0.08	0.58	1.54	1.48
総資産回転率	平均の差	0.003	0.23	0.22	0.19
	t値	0.012	1.12	1.64	1.76 [*]
財務レバレッジ	平均の差	-3.32	-0.86	-0.26	-0.41
	t値	-1.35	-1.3	-1.03	-1.61
当期利益 / CFO	平均の差	0.55	0.4	-0.07	-0.56
	t値	1.61	1.05	-0.15	-0.69
TA / CFO	平均の差	-0.95	-1.16	-0.29	0.19
	t値	-1.64	-1.28	-0.5	0.14

***1%有意, **5%有意, *10%有意

(3) 仮説の検討

米国 ESOP に近似する日本版 ESOP の一形態である株式給付型 ESOP を導入する企業を対象に、① ESOP 導入後の業績の変化、② ESOP 導入企業と非導入企業間の業績の差の検証を行った。その結果、ESOP 導入企業は、ESOP 導入後に売上高が高まる結果となり、そして、ESOP を導入しない企業に比べて、ROA や CFO 対総資産、CFO 対売上高、総資産回転率が優れている可能性が明らかとなった。この結果から、ESOP 導入企業は、ESOP を導入しない企業よりも効率的な資産運用を行い、売上高を高めて CFO を獲得している可能性がある。また、ESOP 導入企業は ESOP を導入していない企業に比べて、統計的に有意な結果は得られてはいないが、概ね平均的に業績は高い結果となっており、株式給付型 ESOP を導入する企業の業績は概ね良い結果になっていると考えられ、仮説 1 は支持される。

仮説 2 に関して、株式給付型 ESOP を導入する企業は、利益の質に有意な差は見られなかったが、ROA や CFO 比率、総資産回転率は優れた結果を示しており、総じて ESOP 導入企業の業績は良い結果となっており、Stretcher 等 (2005) の先行研究の結果とほぼ同様の結果を得られた。Stretcher 等 (2005) の結果と異なる点は、売上高利益率に有意な結果は得られていない点であるが、ROA は有意な結果を得ており、また、ROA の構成要素である総資産回転率も平均的に優れており、かつ有意な結果も得ていることから、売上高利益率に関しても ESOP 導入企業は優れている可能性があり、Stretcher (2005) 等の結果と同じ傾向を示していると考えられる。したがって、Stretcher (2005) 等の結論と同様に、ESOP 導入企業の従業員は、ESOP を導入しない企業の従業員よりも、効率的に企業経営を行うために行動していると結論付けていることができ、日本と米国の資本主義は従業員の位置づけなどで異なっているが、ESOP の導入はその違いを超えて同様の結果をもたらすと考えられるために、仮説 2 は支持される。

仮説 3 について、ESOP 導入企業は、ROA、CFO 対総資産比率、CFO 対売上高比率、総資産回転率は ESOP を導入していない企業より優れた結果となっており、また、売上高利益率に優れた結果は得られてはいないが、売上高利益率に関しても優れた結果を示している可能性がある。このことから、先行研究の結果とほぼ同様の結果が得られたが、ROE については、有意な差は見られなかった。したがって、仮説 3 は支持されない。

仮説 4 に関しては、ESOP 導入企業は、ESOP 導入後に売上高成長率の改善は確認できたが、米国における先行研究と同様に、ROA や従業員一人当たり売上高が高まる結果は得られなかった。そのため、仮説 4 は支持されない。

V おわりに

本稿では、米国 ESOP を参考にした日本版 ESOP の導入が進む中、米国 ESOP と類似する制度である、株式給付型 ESOP に焦点を当てて、株式給付型 ESOP を導入することによる企業業績への効果を、仮説を通じての検証を行った。株式給付型 ESOP について、① ESOP 導

入後の業績の変化, ② ESOP 導入企業と非導入企業の業績の差の分析結果から, ESOP 導入企業は, ESOP 導入後に売上高成長率が高まり, そして, ESOP 非導入企業に比べて, ROA や CFO 対 Asset, CFO 対売上高, 総資産回転率が優れている可能性が明らかとなった。

本稿の仮説に対する結論としては, 株式給付型 ESOP は, 概ね業績は良いと考えられる。そして, 株式給付型 ESOP を導入する企業は, 先行研究の結果と同様に, ESOP を導入しない企業よりも効率的な資産の活用を行った企業経営をしており, その従業員も効率的な企業経営を行うために積極的に行動している可能性があると考えられる。

しかしながら, 今回の検証では, ESOP 導入後業績では, 先行研究では優れた結果を示していた従業員一人当たり売上高や ROA の改善が確認できず, 同様に, ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の比較では, 先行研究では有意な結果を得られていた ROE に有意な結果を確認することはできなかった。この違いには, 日本と米国の資本主義の違いによる企業経営への影響など様々な要因が考えられることから, 今後は, この違いに着目して, さらに検討していきたい。

注

- 1) 深澤 寛晴 (2007), p. 2。
- 2) 本山美彦 (2009), p. 209。
- 3) U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “Private Pension Plan Bulletin-Abstract of 2011 Form 5500 Annual Reports”, September, 2014, p.58.
- 4) Freeman, S.F. (2007), pp. 22-23.
- 5) 黒田敦子 (1999), p. 109。
- 7) 本山美彦, 前掲書, p. 206。
- 8) 黒田敦子, 前掲書, P. 109。
- 9) 新谷勝 (2009), 本山美彦 (2003) を参照されたい。
- 10) 新谷勝, 前掲論文, p. 5。
- 11) 新谷勝, 前掲論文, p. 5。
- 12) 石田真 (2010), pp. 2-3。
- 13) 深澤 寛晴 (2007), 石田真, 前掲論文が参考になる。
- 14) 野村亜紀子 (2005), p. 277。
- 15) Menke, J.D., and Buxton D.C. (2010).
- 16) 梅澤典男 (2011), p. 311。
- 17) 日置了 (2009), p. 40。
- 18) 浅井哲史 (2014), p. 11。
- 19) 藤瀬裕司・澤村泰介・沼波宏一・本多知則 (2005), p. 17。
- 20) 野村亜紀子, 前掲論文が参考になる。

- 21) 浅井哲史, 前掲論文, p. 11。
- 22) 浅井哲史, 前掲論文, p. 11。
- 23) 浅井哲史, 前掲論文, p. 11。
- 24) 新谷勝 (2011), P. 11。
- 25) 鍋田周一 (2014), pp. 23-28 を参照されたい。
- 26) Christopher, K. (2013), Kruse and Blasi (1997) を参照されたい。
- 27) 加護野忠男 (2014), p. 49。

参考文献

- Borstadt, L.F. and Zwirlein, T.J., (1995) “ESOPS in Publicly held Companies : Evidence on Productivity and Firm Performance,” *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Spring, pp.1-13.
- Cohen, A. and Quarrey, M. (1986) “Performance of Employee-owned Small Companies: A Preliminary Study,” *Journal of Small Business Management*, Vol. 24, No. 2, pp58-63.
- Christopher, K. (2013) “Key to Maximizing ESOP Potential:A Study on Determinants of a Strong ESOP,” *Economics Honors Papers*, pp.1-47.
- Dore, R., (2000) *Stock Market Capitalism : Welfare Capitalism (Japan and Germany versus the Anglo-Saxsons)*, Oxford University Press.
- Freeman, S.F. (2007) “Effects of ESOP Adoption and Employee Ownership: Thirty Years of Research and Experience,” *Working Paper #07-01*, Organizational Dynamics Programs, University of Pennsylvania, pp.1-33.
- Koizumi S. (2013) “The Present Conditions and the Problem of the Japanese Model ESOP,” *Annual Research Bulletin of Osaka Sangyo University*, Vol. 5, pp.1-31.
- Kruse, D. and Blasi. J. (1997) ‘ ‘ Employee Ownership, Employee Attitudes and Firm Performance : A Review of the Evidence,” in Lewin D. (ed) *The Human Resources Management Handbook* , Part 1 .
- Kruse , D. and Blasi, J. (2000) “Largest Study Yet to Show ESOPs Improve Performance and Employee Benefits,” Reported on the Web Site of the National Center for Employee Ownership, www.nceo.org. (アクセス 2016/1/27)
- Kruse, D. (2002). “Research Evidence and Effects of Employee Ownership,” Testimony before the Subcommittee on Employer–Employee Relations Committee on Education and the Workforce U.S.House of Representative , February 13, pp.1-16.

- Kumbhakar, S.C. and Dunbar, A.E. (1993) “The Elusive ESOP-Productivity Link: Evidence from U.S. Firm-level Data,” *Journal of Public Economics*, Vol.52, pp.273-283.
- Menke, J.D., and Buxton D.C. (2010) “The Origin and History of the ESOP and Its Future Role as a Business Succession Tool,” *Journal of Financial Service Professionals* , pp.58-67
- Park, S. and Song, M. (1995) “Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Block holders,” *Financial Management*, Vol. 24, No. 4, pp52-65.
- Piketty, T., (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, MA and London, England: Harvard University Press.
- Pugh, W. N., J.S. Jahera., and S. Oswald (2005) “ESOP Adoption and Corporate Performance: Does Motive Really Matter?,” *Journal of Business and Economic Studies*, Vol. 11, No. 1, Spring, pp.76-92.
- Quarrey, M. and Rosen, C. (1987) “How Well is Employee Ownership Working?,” *Harvard Business Review*, Vol. 65, No. 5, pp.126-132.
- Rosen, C. (1989) “Employee Stock Ownership Plans: Myths, Magic and Measures,” *Employee Relations Today*, Vol.16, No.3, pp.189-195.
- Satoh, M., (2009) “Possibility of New Accounting Model for Stakeholder Capitalism in East Asia.” Working paper, October 8
- Satoh, M., (2012) “Possibility of New Accounting Model for Stakeholder Capitalism.” Working paper, November 11, 2012.
- Stretcher, R., Henry, S., and Kavanaugh, J. (2006) “The ESOP Performance Puzzle in Public Companies,” *The Journal of Employee Ownership Law and Finance*, Vol. 18, No.4, pp.3-18.
- TheKelsoInstitute http://kelsoinstitute.org/louis_kelso/kelso-paradigm/questions-and-answers/ (アクセス 2016/1/27)
- Wah, L. (1999) “ESOP Performance at a Glance,” *Management Review* Vol.88, No.9, p.11.
- Wagner, I., and Rosen, C. (1985) “Employee Ownership: Its Effects on Corporate Performance,” *Employee Relations Today*, Vol. 12, pp.73-79.
- Winther, G., and Marens, R. (1997) “Participatory Democracy May Go Long Way: Comparative Growth Performance of Employee Ownership Firms in New York and Washington States,” *Economic and Industrial Democracy*, Vol. 18, No.3, pp.393-422.

- 浅井哲史 (2014) 「日本版 ESOP の活用の現状」『旬刊経理情報』No. 1372, 10-12 頁。
新たな経済対策に関する政府・与党会議, 経済対策閣僚会議合同会議 (平成 20 年) 「生活対策」1-23 頁。
- 井瀧正彦・野村亜紀子・神山哲也 (2001) 「米国 ESOP の概要と我が国への導入ーインセンティブの導入・持合崩壊の進展・割安銘柄の放置に対する検討課題ー」『資本市場クォーターリー』2001 年冬, 1-24 頁。
- 井瀧正彦・野村亜紀子 (2001) 「米国 ESOP の概要とわが国への導入ー従業員を新たな株主として位置づけるべき時代ー」『知的資産創造』3 月号, 56-71 頁。
- 井瀧正彦・菅良彦 (2003) 「日本版 ESOP として従業員持株制度の活用をー再生企業のモラルと生産性を高める従業員の自社株保有」『金融財政事情』第 54 巻第 36 号, 36-39 頁。
- 石田眞 (2010) 「日本版 ESOP」と米国の ESOP との構造比較ー制度設計の違いを中心にー」『富大経済論集』第 55 巻第 3 号, 251-275 頁。
- 市川兼三 (2001) 『従業員持株制度の研究』信山社出版。
- 梅澤典男 (2011) 「日本版 ESOP の制度概要」, 新井誠・神田秀樹・木南敦編著『信託法制の展望』所収, 日本評論社, 310-321 頁。
- 加護野忠男 (2014) 『経営は誰のものかー協同する株主による企業統治再生』日本経済新聞出版社。
- 黒田敦子 (1999) 『アメリカ合衆国における自己株報酬・年金の法と税制ーストックオプションと ESOP』税務経理協会。
- 経済同友会 (2001) 「社会保障制度改革の提言 (その 5) 米国 ESOP の日本導入」社会保障改革委員会, 2001 年 3 月, 1-39 頁。
- 経済産業省 (2008) 「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」新たな自社株式保有スキーム検討会, 1-37 頁。
- 佐藤倫正 (2009) 「共益資本主義の会計モデル」『税務経理』時事通信社, 第 8935 号, 1 頁。
- 佐藤倫正 (2014) 「会計が促す新資本主義ー資金会計のイノベーションー」『商学研究』第 54 巻第 2・3 号, 165-196 頁。
- 新谷勝 (2009) 「日本型 ESOP の仕組みと法的留意点」『銀行法務 21』No. 702, 4-9 頁。
- 新谷勝 (2011) 『日本版 ESOP の法務』税務経理協会。
- 新谷勝 (2008) 『新しい従業員持株制度ー安定株主の確保・ESOPー』税務経理協会。
- 瀬谷ゆり子 (2013) 「従業員による株式取得スキームの検討」『桃山学院大学総合研究所紀要』第 39 巻第 1 号, 29-44 頁。
- 田中明夫 (2008) 「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」『旬刊商事法務』No. 1852, 13-21 頁。
- 鍋田周一 (2014) 「新たな退職給付制度として注目される日本版 ESOP (株式給付型) の導入事例: 信託の仕組みを使って退職時に自社株を給付。業績向上の意識づけや長期的成長のインセンティブ効果を狙う」『労政時報』第 3870 号, 23-28 頁。

- 野村亜紀子（2005）「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」『敵対的M&A対応の最先端 - その理論と実務 -』商事法務，225-284 頁。
- 野村亜紀子（2006）「米国におけるレバレッジド ESOP の事業継承への活用」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号，120-130 頁。
- 野村亜紀子（2006）「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，142-149 頁。
- 橋本基美（2010）『日本版 ESOP』の現状と課題』『金融財政事情』第 61 巻 25 号，26-30 頁。
- 日置了（2009）「日本版 ESOP の検討～経済産業省による報告を受けて」『Mergers & Acquisitions Research Report: MARR』40-43 頁。
- 深澤 寛晴（2007）「買収防衛策にとどまらない ESOP ～上手く活用すれば従業員・一般株主にもメリット」『大和総研レポート』2007 年 5 月号，1-10 頁。
- 本山美彦（2003）『ESOP - 株価資本主義の克服』シュプリンガー・フェアラーク。
- 本山美彦（2003）「ストック・カレンシー克服の道 - L・ケルソの ESOP 論」『世界経済評論』第 47 巻第 10 号，6 - 14 頁。
- 本山美彦（2009）『金融権力 - グローバル経済とリスク・ビジネス』岩波書店。

受理日 平成 28 年 1 月 29 日

