

# 米国における従業員オーナーシップの ダイナミズムと我が国への示唆

野村証券  
ストック・インセンティブ・ソリューション室 兼 IBビジネス開発部  
主席研究員

橋本 基美



## 1. はじめに

人的資本投資の一環として従業員向け株式インセンティブ・プランの活用が広がっている。また、2022年11月28日に決定された「スタートアップ育成5か年計画」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023 改訂版」（2023年6月16日）において、スタートアップ企業の育成策として株式報酬の環境整備の必要性が唱えられ、各政策当局でその対応が進められている。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 米国ESOPの動向
3. NCEOの2023年秋季フォーラム
4. 我が国における従業員インセンティブ・プランの動向
5. おわりに

米国では、経済的發展と雇用のセーフティ・ネットの観点から、1974年の導入から半世紀を経たESOP（Employee Stock Ownership Plan、従業員株式所有制度）の活用拡大が進められている。筆者は、NCEO（National Center for Employee Ownership、全米従業員オーナーシップ協会）の2023年秋季フォーラムに参加し、米国における従業員オーナーシップのダイナミズムを目の当たりにした。

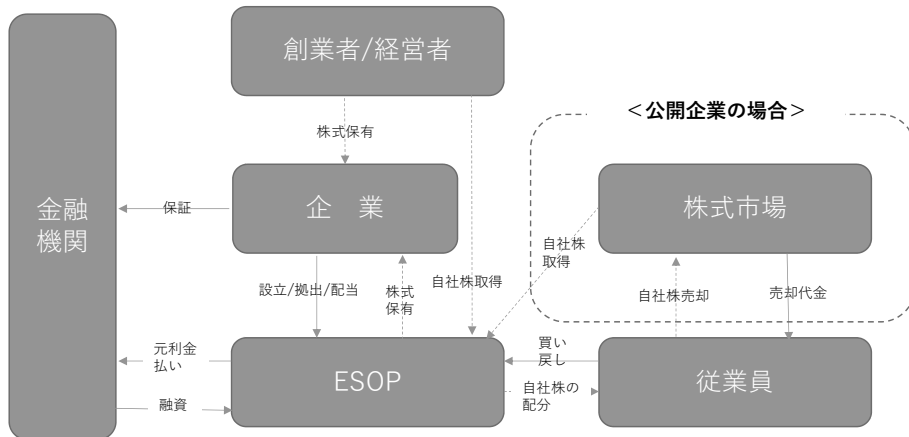
本稿では、米国における従業員オーナーシップの動向をもとに、我が国への示唆を試みたい。なお、本稿中、意見にわたる部分は、筆者の個人的見解に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない旨、あらかじめお断りしておく。

## 2. 米国ESOPの動向

### (1) 米国におけるESOPとは

米国企業においては、様々な形態の従業員

(図表1) 米国レバレッジドESOPの仕組み



(注1) 実線矢印は資金関連の動き、点線矢印は株式関連の動きを表す。  
 (注2) 非上場企業の場合は、従業員がESOPから自社株を引出す際に、ESOPに株式を買い取る義務が課せられている。上場企業の場合は、市場での売却が可能である。  
 (出所) 野村證券

参加型の株式報酬制度が活用されている。大規模かつ成熟した企業は、ストック・オプションや譲渡制限付株式 (Restricted Stock, RS) などの報酬制度を採用している。一方、中小企業やスタートアップ企業は、ESOPを積極的に活用している。NCEOによると、2020年において、ESOPは6,467機関、うち公開企業<sup>(注1)</sup>が580機関、非公開企業が5,887機関となっており、過去10年間おおむね横ばいで推移している<sup>(注2)</sup>。ESOPの参加者は1,400万人 (米国労働人口の約1割に当たる)、資産総額は1.6兆ドル (約240兆円) とのことである。

ESOPとは、1974年従業員退職所得保障法 (ERISA法) に基づき設定された従業員のための自社株の退職給付制度である。ESOPでは、従業員が企業の所有権 (オーナーシップ)

を持ち、自社株や配当を受け取り、経営に参画できるため、経営陣と従業員との間に協力的な関係を構築し、企業の成長と雇用の安定に適したスキームとなっている。

ESOPは母体企業とは独立した法人格を有するトラストである (図表1)。企業は毎年ESOPを通じて従業員に自社株を付与し、従業員はその付与された自社株を59.5歳以降にESOPから引き出すことができる。ESOPは、自社株を取得する資金を必要とするため、金融機関から一括借入をすることができる (「レバレッジドESOP」と呼ばれる)。ESOPには、①金融機関によるESOPへの融資を促し (内国歳入法 (IRC) 133条) および②企業所有権の段階的な移転を行いやすくする (IRC1042条) という2つの税務メリットがある。

レバレッジドESOPでは、金融機関がESOPへの融資に対する一定の金利や手数料収入と、企業が行うESOPローンの返済額に相当する拠出額を課税対象となる収益からそれぞれ控除することができる。また、創業者や既存のオーナーは、経営から引退したり、段階的に出資を減らしたりしたい場合に、保有株式をESOPに売却することで、従業員を新たな株主として事業を承継させ、売却益の課税を繰り延べることができる。

ESOPは、従業員が企業の所有者であるという意識を高めるとともに、企業の生産性や業績向上に取り組む姿勢が強化される。従業員エンゲージメントの向上や労働者の信頼感を高める効果をもたらすと考えられている。会社の成長や成功に対する従業員のロイヤリティやモチベーションを向上させ、企業文化を醸成し、地域社会における雇用維持や成長を通して、地域の持続的な経済発展を推進する有力な手段の一つとなっている。ESOPに

よる株式保有は、従業員が企業の成功の果実を享受する機会を提供する一方で、従業員の長期的な資産形成や、退職や離職時の経済的保障の手段としても機能することが知られている。

## (2) ESOPが100%保有するS Corporationとは

ESOPと合わせて理解しておくべき仕組みはS Corporationである。S Corporationとは、小規模企業や家族経営企業向けに、連邦法人所得税が非課税となるパススルー企業体である。IRC（内国歳入法）第S章の要件を満たし、配当が株主に支払われた段階で所得税の対象となる。S Corporationは、一般法人であるC corporationと同様の有限責任制と出資者によるガバナンスのもと、リミテッドパートナーシップと同様のパススルー税制を享受することができる（図表2）。S Corporationの株主は100人以内とされ、非居住外国人、法人、

(図表2) S CorporationとC Corporationの主な相違点

	S Corporation (小規模事業法人)	C Corporation (一般法人)
設立	法人登記/IRCの小規模事業法人が選択可(注1)	法人登記
株主の制限	100名以下かつ米国居住の個人及び一定の信託、非課税団体に限定(ESOPは可)	制限なし
株式による資金調達	普通株式のみ	普通株式のほか優先株式も可
課税関係	連邦法人所得税が非課税。企業の利益は配当として株主の所得課税の対象	企業の利益は連邦法人所得課税の対象。株主に支払われた段階で配当にも課税
社会保障税	非課税	課税

(注1) 小規模事業法人 (Small Business Administration, SBA) となると、事業資金や税制面での特例対象となる。

(出所) 野村證券

パートナーシップでないことが求められているが、ESOPは株主になることができる。

S Corporationは、連邦法人税が非課税であり、株主が限定されることから、従業員オーナーシップの効果が発揮されやすい。このため、ESOPと合わせて使われることが多い。ESOPが100%所有するS Corporationとなれば、ESOPの税制上のメリットをフル活用することができる。従業員の所有権と企業の利益を結びつけることで、従業員のモチベーションを向上させる。そのことがひいては長期的な企業の成功に貢献し、従業員が企業の成長と利益に参加する機会を提供することにつながる<sup>(注3)</sup>。

近年においても、米国政府はESOP制度の拡充に力を入れている。バイデン大統領は、従業員の権利を保護し、企業オーナーシップへの参加を促進するための政策を公約にしておき、ESOPのさらなる普及を促進するための措置が期待されている。2022年には、退職年金プランへの労働者の参加資格の拡大と優遇政策を推進する保障法（SECURE Act 2.0）により、ESOPが100%保有するS Corporationへの税制優遇措置が拡大した（2023年1月2日発効）<sup>(注4)</sup>。さらに、2024年に入り、民主・共和両党の議員より、より多くの企業の成長とそれに貢献した従業員に利益をもたらすオーナーシップを継続的に支援すべきであるとして、S CorporationにおけるESOPの設立プロセスを簡素化し、政府の支援を強化する法案が提出されている。

### ■ 3. NCEOの2023年秋季フォーラム

ESOPの設立・運営には、ESOPの規模、設計、法的手続き、資金計画や企業価値評価、財務・税務に関する専門的な知見、労使関係のアドバイス、コンサルティング・サービスや運営管理サービスの利用などが必要になる。したがって、ESOPの設立・運営関連のコンサルタント、従業員教育、法務・税務・株価評価、ESOPのWEBサービス・プロバイダーなど、企業や組織のESOPに関する様々なニーズに対応できるよう、ESOP関連ビジネスのすそ野は広い。

NCEOは、1981年に組織されたESOP普及に関する米国最大のNGOであり、ESOPに関する情報や調査研究を広く提供している。NCEOは、毎年、春と秋にフォーラムを開催し、ESOPサービスの提供者や、ESOPを設立する企業（以下、「ESOP企業」という。）の経営陣及びESOP理事会メンバーとのネットワーキングを通じてESOPの啓蒙・普及を行っている。

筆者は、NCEOの2023年秋季フォーラム（以下、「本フォーラム」という。）に参加する機会を得た。本フォーラムの参加者は約350名で、ESOP企業、ESOPの意思決定を行う理事会メンバー、金融機関、コンサルタント、管理・教育を行うサービス・プロバイダーなど多岐にわたる<sup>(注5)</sup>。本フォーラムの各セ

ッションより、①ESOP企業の株主価値最大化のための効果的な手法、②役職員の新規雇用とリテンション、③ESOP企業の資金調達とM&A、そして事業承継という観点からポイントを紹介する。

## (1) ESOP企業の株主価値最大化のための効果的な手法

### ① 関係者からみたESOPにおける諸取引

ESOPにおける諸取引（以下、「ESOP取引」という。）には、創業者（売却株主）、企業取締役会、経営陣、投資銀行などの財務アドバイザー、ESOPに精通した弁護士や会計士、外部の運営管理者、ESOPの理事会、ESOPの理事会に雇用される弁護士、株価算定アドバイザー、シニア・レンダー、個人の資産運用アドバイザーが関与する。ESOP取引の様々な関係者が各自の義務と責任をどのように対処し、最終的にすべての関係者がどのように協力してESOP取引を成功させているのかについて議論された。

ESOP取引において、最も留意すべきは、企業、ESOP（従業員）、売却株主間の利益相反であり、自社株の売却価格の決定プロセスにおける適切な専門家の関与がカギを握る。ESOP取引を成功させる要素としては、強力な経営陣、信頼できるアドバイザーの選定、時間と忍耐、そして、ESOPを会社の組織にしっかりビルトインしたいという強い意志が不可欠であると指摘された。

## ② 株主価値最大化のためのリスク管理と最適な手段

今日の厳しいビジネス環境において、企業が株主価値を最大化するためには、リスクを管理し、効果を最適化することが極めて重要である。ESOP企業が直面するリスクは、マクロ経済、業界動向、企業固有の事象など多面的である。同様に、非効率な経営は様々な原因によって生じる可能性がある。マクロ経済リスク、業界特有のリスク、企業固有のリスクなど、株主価値を押し下げるようなリスクを軽減・防止するために、企業が利用できるツールを活用すべきである。

株主価値に影響を与える様々な要因を確認し、各リスクのレベルが株主価値の決定にどのような影響を与えるかを検証せず、リスクや非効率な経営が放置されると、成長が期待できる事業であっても株主価値の毀損につながる。リスクを軽減し、効率性を向上させ、株主価値を高めるために、自社に関連し、利用可能なツールや戦略を特定し、ESOPの理事会メンバーや財務アドバイザーに適切に伝えるべきであると述べられた。

## (2) 役職員の新規雇用とリテンション

### ① 従業員の新規雇用と定着を促すESOPの設計

競争の激しい今日のビジネス環境において、優秀な人材を惹きつけ、定着させることはかつてないほど難しくなっている。ESOPは既に明確なアドバンテージを提供している

ものの、新規採用者や現従業員にとってさらに魅力的なESOPにするには、従業員のニーズや好みに合わせて、ESOPの資格要件、拠出基準、権利確定スケジュールなどカスタマイズする方法を探ることが肝要である。

また、一度退職した従業員が復職できる制度設計が重要である。具体的には、新規採用者にとって魅力的なプランの資格と拠出基準をリストアップし、従業員の定着に最も有利な権利確定スケジュールを検討すること、などが挙げられた。

## ② ESOP企業の発展段階に応じた役員報酬の設計

ESOP企業も他の企業と同様に、成長と繁栄のためには優秀な人材を惹きつけ、維持する必要がある、そのためには役員報酬の設計が重要な役割を果たす。役員報酬の設計はESOP企業の発展段階に応じて見直すことが重要である。ESOPの発展段階は、0-5年までの初期、5-10年までの中期、10-15年超の成熟期の3つのステージに分けられる。

初期では、現金報酬であり、ボーナスは利益より役員の世界市場価値に影響する。LTIP (Long Term Incentive Plan、長期インセンティブ報酬) は急上昇し、主要な評価指標が定着する。中期では、一般的にリーダーが交代するため、新たな役員の世界競争力を評価し、新しい役割に基づく基本給とボーナスとする一方、LTIPの評価は安定する。成熟期では、現金報酬は役員報酬の世界市場価値に影響され高騰するため、LTIPにはファンタム・

ストック(仮想株式)が使われることがある。LTIPの決定に当たっては、ESOP理事が中心となり、ESOPの財政状況を見ながら、報酬形式や報酬基準、従業員の定着と業績が考慮されることが推奨されていた。

## ③ 世代間の適切なコミュニケーション方法

ESOPには、世界トップクラスの従業員エンゲージメントを生み出すうえで、大きなアドバンテージがある。しかし、従業員に自社株を与えるだけでは、持続可能なエンゲージメント戦略とは言えない。複数の異なる世代が働いている企業では、オーナーシップ文化の創造はより厳しくなる。

今日の職場には、①Traditionalists (1928-1944)、②Boomers (1945-1965)、③Generation X (1966-1980)、④Millennials (1981-1996)、⑤Generation Z (1997-2010) 5つの世代がいる。2016年時点ではMillennialsが5,600万人と、Gen Xに代わり職場における最大人数の世代となっている。各世代の歴史的背景やコミュニケーション方法の違いを認識・尊重し、よりよい団結と信頼に基づく強力なオーナーシップ・カルチャーを生み出すことが重要である。

## (3) ESOP企業の資金調達とM&A、そして事業承継

### ① ESOP企業の資金調達

ESOP企業の資金調達に関しては、投資形態と投資主体が多様化している。投資形態に

---

は、ローンのほか、セカンダリー市場で取引可能な証券やESOPバイアウトなどがあり、投資主体には、伝統的な商業銀行のほか、ノンバンク、年金、プライベートエクイティ、ファミリー財団が挙げられる。

ESOPの発展ステージによって、資金調達方法は広がる一方で、ストラクチャーも複雑になるため、事業の成長と企業の債務返済力を十分考慮し、適切なアドバイザーを選定する必要がある。

## ② ESOP企業によるM&Aの効用

現下のビジネス環境において、ESOP企業にとっても、M&Aは成長を加速させ、競争力を維持しようとするうえで、依然として極めて重要な戦略である。ESOPが買収者となる場合のメリットは、ターゲット企業の従業員に買収後の企業価値向上を通じて、より手厚い退職給付の恩恵をもたらすことにある。ESOP企業による買収手法には、課税繰延と株式対価の2つの方法がよく利用される。

IRC1042条に基づき、ESOPへの株式の売り手には売却益の課税繰延効果が期待でき、買い手には、売却株主が課税メリットを受けられる分取得資金を引き下げることができ、さらに取得資金の返済には、S corporationの税制優遇が受けられる。

株式対価の合併では、企業の合併にともない、ESOPを統合することになる。全株式取得のストラクチャーにより、買収者は他の戦略的な用途のために現金と借入余力を温存することができる。また、両社の従業員は

ESOP参加者として残り、合併した企業の成功という共通の利益を享受することができる。

## ③ ファミリー企業の事業承継としてのESOPの活用

ESOPは、ファイナンス、人的資本、取締役会の構成、組織構造、詳細な相続計画、家族間のコミュニケーションに関連して一貫したプロセスを実施する機能を有する。企業オーナーの多くは、事業売却の際、純粋に財務面での成果を最大化のみならず、自ら築き上げた組織や、事業を共に支えてきた従業員、そして地域社会におけるレガシーを保護することを望んでいる。企業オーナーからESOPへの株式売却は、潜在的な影響、利益、リスク、緩和策を理解したうえで適切に構成されれば、これらの目標を達成するための効果的な手段となり得るが、これらの目的を守るための強力なファミリーやコーポレート・ガバナンスに支えられている場合に限られる。

ファミリー内の利害の対立、最適とは言えない遺産分割計画、将来の不透明な業績、ESOP取引における潜在的な利益相反に関連するリスクから事業を守るための、取引前の準備、ESOP取引の実行、取引後の管理戦略が重要である。ESOPが事業譲渡におけるファミリーの目標や目的の違いを埋めることができる。事業譲渡の指針となるファミリー・ビジョン・ステートメントを作成することが、ファミリーと事業の長期的な健全性と繁栄に不可欠である。ファミリー・コーポレート・

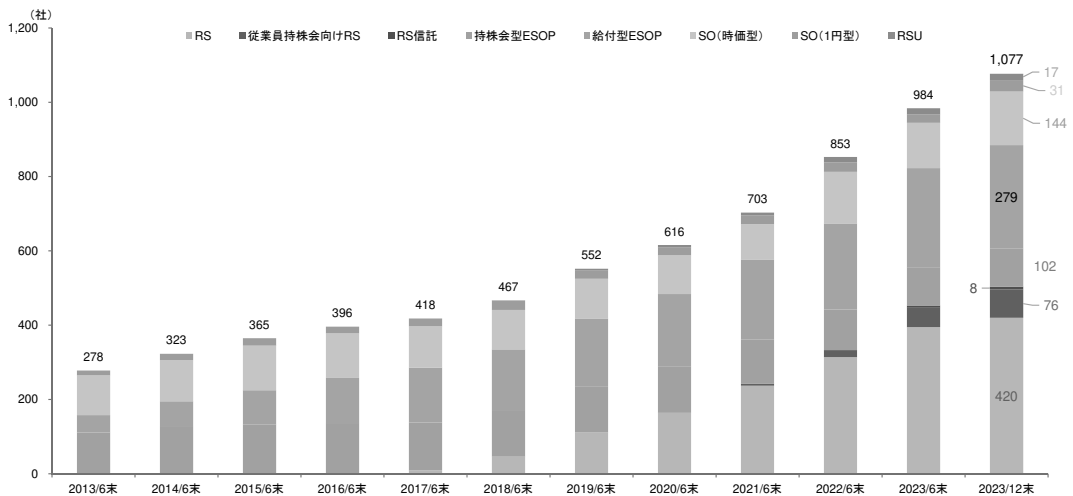
ガバナンスとESOPの取引設計の組み合わせが、最適な長期的オーナーシップを引き継ぐソリューションとなる。

#### ■ 4. 我が国における従業員インセンティブ・プランの動向

我が国においては、安倍政権以降の働き方改革や賃上げ促進、岸田政権の掲げる「新しい資本主義」における「成長と分配の好循環」の提唱により、従業員向けの株式インセンティブ・プランを検討する企業が増えた。2023年12月末現在、従業員向け株式インセンティブ・プランを導入している上場企業は1,000社（上場企業の約25%）を超えている（図表3）。株式インセンティブ・プランをスキーム別にみると、フルバリュー型のRS（譲渡制限付株式）が圧倒的な支持を得ており、次いで、日本版ESOPや従業員持株会が活用されている。

一方、2024年1月25日には、東京証券取引所より、「2022年度従業員持株会状況調査結果の概要について」が公表され、調査対象会社3,262社の従業員持株会が保有する株式の時価総額は前年度末比4.8%増の6兆6,768億円、株式保有金額の比率は同0.03%増の0.94%であった<sup>(注6)</sup>。従業員持株会の保有する

（図表3）従業員株式インセンティブ・プランの導入動向



（注1）延べ社数、ただし上場廃止企業を除く。全上場企業数4,030社（野村総合研究所 e-Auroraより取得）各年とも、前年7月から当年6月末までの株式報酬制度導入状況を調査。

（注2）ESOP・RS信託：導入企業数、信託期間が終了した企業は除く。RS信託とは、給付型ESOPから振り出される株式がRSとなるもの。RS・RSU：割当を行った企業数。SO：各年付与を行った企業数。2023年12月末のみ、2023年付与企業数に2023年7月以降付与を行った企業数を加算

（出所）eol検索より野村証券作成



株式時価総額及び株式保有金額比率とも過去10年間ほぼ横ばいで推移している。

筆者は、2006年より、我が国上場企業における従業員オーナーシップの向上のため、日本版ESOPを開発し<sup>(注7)</sup>、従業員持株会の規模拡大スキームを世に送り出してきた<sup>(注8)</sup>。人的資本投資の重要性などの時流に乗り、上場企業の25%まで従業員に対する株式インセンティブが普及してきている。しかしながら、従業員持株会のプレゼンスはほとんど高まっていないように映る。

## ■ 5. おわりに

我が国では、スタートアップ企業を育成する観点から株式インセンティブ・プランへの規制緩和がすすんでいる。また、「スタートアップ育成5か年計画」では、「スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化」の取組みの一環として、企業のノウハウや顧客基盤等の知財・無形資産を含む事業全体を担保に資金調達できる法制度（「事業成長担保権」）の創設等が提唱され、2024年の通常国会において「事業性融資推進法案」が上程される予定である。また、産業競争力強化法において、従業員2,000人以下の企業を「中堅企業」と新たに定義し、地域経済のけん引役として、設備投資やM&A、賃上げを後押しする税優遇策を設ける改正法案も上程される予定である。民間では、Jフロンティアリングが事業承継ファンドを設立し、

地域の事業承継の支援に乗り出すとのことである<sup>(注9)</sup>。

上記二法により資金調達面や事業規模に応じた政府の支援策が講じられるもようだが、従業員向けインセンティブ・プランの制度拡充は、中小企業の事業承継対策としても活用可能と考えられる。各地域の事業承継では、M&Aや資産譲渡などの手法がよく用いられるが、対象企業のノウハウや地域従業員の雇用維持、企業カルチャーの存続という観点からは、企業のオーナーシップが従業員に一括継承される仕組みも選択肢にあるといえるのではないか。従業員の事業及び経済的参加の促進や企業の継続可能性を向上させる観点から、米国ESOPにみられる税制優遇措置が検討に値するとみられる。

政府や市場からの後押しにより、従業員インセンティブの利便性向上の取組みは続くと考えられる<sup>(注10)</sup>。さらに、スタートアップ企業の育成や地域における円滑な事業承継が日本経済の真の活性化につながるよう、米国のような従業員オーナーシップに対する政府の支援策が我が国でも導入されることを期待したい<sup>(注11)</sup>。

(注1) 米国公開企業のESOPでは、Dow Chemical、Du Pont、Wal-Mart、McDonald、P&Gなどで組織されている。

(注2) NCEO Web ページ (<https://www.nceo.org/articles/employee-ownership-by-the-numbers>) 参照。

(注3) NCEO, "S Corporation ESOPs", Fourth Edition, November 2014, reprinted 2021 参照。

(注4) 米国労働省 (DOL) がEmployee Ownership Initiativeを立ち上げ、DOL内にある従業員給付保証局 (EBSA、Employee Benefits Security Administration) にて2023年7月にworker ownershipの支援業務が開始されている。

(注5) 本フォーラムのスポンサーは、Morgan Stanley、Chartwell、MARKEY’ S、esop partners、the Great Game of Business、GREATBANC、HUSCH BLACKWELL、PENCHECKS、PRAIRIE CAPITAL、TI TRUST、Blue Ridge、Boulay、esop one、ESOP Law Group、Empire、FORVIS、GRITT、ksm、KEYSTONE、LUMENT、MENKE、SCJ Fiduciary Services、STOUT、weaver、Wells Fargoであった。

(注6) 東京証券取引所「2022年度従業員持株会状況調査結果の概要について」[https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq0000001xhe-att/employee\\_2022.pdf](https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq0000001xhe-att/employee_2022.pdf) (2024年1月25日公表)

(注7) 従業員持株会を活用した日本版ESOPのスキームの詳細は、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」(旬刊商事法務1786 (2006年12月15日)号、p22～p35)を参照。日本版ESOPをめぐる動向は、橋本基美「日本版ESOP (従業員自社株保有制度)の登場とその役割」(野村証券・財界観測第72巻第4号p28～p53)を参照。

(注8) 従業員持株会向けRS (譲渡制限付株式報酬)については、橋本基美・高原達広・荒井悦久・松村英弥「従業員持株会と株式インセンティブ」(旬刊商事法務2253 (2021年2月5日)号)、p47～p56)を参照。

(注9) 「Jフロントが事業承継ファンド 地方食品企業に人材派遣」(2024年1月17日付日本経済新聞)、Jフロントリテイリング「Jフロントリテイリングが事業承継ファンドを設立」(2024年1月18日付プレスリリース)

(注10) こうした動きに、政策当局も呼応し、「株式報酬

の発行環境の整備」が、2023年6月16日に政府の規制緩和推進計画において取り上げられた。日本証券業協会の「令和6年度税制改正に関する要望」(2023年9月)や日本経済団体連合会の「規制改革要望」(2023年9月13日)等を通じた提言や、内閣府による関係各所への調整を経て、各提言内容への対応が進められている。

(注11) 「新しい資本主義」の具体的な施策として、自社株買いを従業員持ち株化の原資とするとともに、従業員の資産形成成分として譲渡制限付株式等を付与し、事業への再投資を通じて企業の付加価値を従業員に適正に分配する考え方が示されている。スズキ トモ「『新しい資本主義』とは何か?—付加価値の適正分配経営 (D S 経営) に向けて—」(企業会計 2023 Vol. 75 No.10、中央経済社) p64～p72参照。

