

第5章

集団投資スキームと日本版ESOP会計

—金融商品取引法の開示規制と信託の子会社問題を中心に—

山崎 雅教

はじめに

一般に、「ファンド」と聞くと、村上ファンドとかブルドックソースやアデルランスの株式を買い占めたスティール・パートナーズなどを思い出す。これらファンドは、一般に第三者から資金を集め、それを原資として企業価値が割安といわれる企業へ投資をし、株価が上昇した時点で売り抜けたり、会社自体に高値で株式の買取りを求めたり、さらには第三者に相対で売却したりして、自己の受託責任を果たそうとする。つまり、投資家サイドからすると、金融機関へ貯蓄するよりもより魅力的なリターンをうたうファンドへの投資が、ある程度社会的に公認されると同時に、小口の投資も十分可能になったという背景があるといえる。しかし、投資を促進する環境を整えるために法整備がなされ、このようにファンドが資金を集め、投資を活発に行うようになればなるほど、逆の意味で投資家保護のための法整備が必要になってくる。

そのようなニーズを背景にして、2006年、金融商品取引法は、証券取引法の大改正という形で制定された。具体的な改正点の一つとして、投資サービスに関する部分で、集団投資スキームについての包括的な規定をあげることができる。また、それに伴う開示制度の整備もなされ透明性も確保されたといえる。金融商品取引法の制定目的の一つである「貯蓄から投資へ」といわれる政策は、リスクが金融機関に集中し、不良債権を生みがちというわが国金融の構造を改善することを意味している。しかし、「貯蓄から投資へ」のかけ声はよく聞くけれども、実際に投資額が増え、資本市場が活性化したという声はほとんど聞かれない。それを踏まえ提案されているのが、従業員による自社株式の保有という考え方である。

自社株式を流用したインセンティブ・プランに関しては、2008年のリーマン・ショック以前には従業員持株制度、ストック・オプション、401(K)プラン等が導入されてきたが、近年の株価低迷に対する対策として、どれも十分に機能しているとはいえない。特に、企業内部に設けられた従業員持株会を利用する従業員持株制度に関しては、従業員にとっても財産形成に資するための福利厚生制度として位置づけられてきた。またそれ以外にも、従業員に株主の立場で経営をチェックする役割を期待しようとする部分もある。しかし、従来の従業員持株会は、持株会に属する従業員が、その給料の一部を拠出して、それを原資としながら一定の時期に自社株式を購入していくことを基本としているため、十分な量の自社株式を購入することは不可能であり、そのことは、必ずしも経営陣のチェック機能が有効に働くこ

とを意味するわけではない。また、会員に給付された自社株式の保有期間についても、制度整備がされていない場合には、短期間のうちに値上がり益を獲得するために売却してしまい、この点においても十分な役割を果たしているとはいえない。

そのような現状を踏まえ、2008年11月に経済産業省から公表された自社株式を利用する新しいスキームの提案は、現行の従業員持株会を利用する形で自社株式を財産形成に用いるものである。そこには、これまでの従業員持株制度にはみられなかった従業員への中・長期的なインセンティブを通して、コーポレート・ガバナンスの効果も見越していると考えられる。

そこで本稿では、現在の従業員持株会を有効に利用した従業員持株会発展型スキームを提唱した経済産業省の『新たな自己株式保有スキームに関する報告書』を材料にして、このようなスキームを規制する基礎となる金融商品取引法の集団投資スキームに対する開示規制を中心に検討することにする。また、このような形で利用される信託の性質についても言及し、会計上の問題として、連結財務諸表上の子会社に該当するか否かについても考察することにする。

1 金融商品取引法と集団投資スキーム

(1) 金融商品取引法の制定

本稿で取り上げる集団投資スキームが問題視されるようになった端緒は、金融審議会が2000年に答申した「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」である。これを受ける形で2005年12月12日に金融審議会金融分科会第一部会が公表した報告書が、『投資サービス法（仮称）に向けて』である。当該報告書は、

- ①利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上
- ②「貯蓄から投資」に向けての市場機能の確保
- ③金融・資本市場の国際化への対応

という目的を掲げ、証券取引法に代わる新しい法律として「投資サービス法（仮称）」の必要性を主張した¹⁾。

つまり、企業の資金調達の方法の多様化、IT技術、金融技術の進展を背景として、新たな金融商品の販売が見受けられ、現行の法制で利用者の保護が十分といえない状況になってきたということである。実務的には、業態を超えた部分で新たな商品が開発・販売されてきた中で、「金融サービスの融合化」²⁾のために、包括的・横断的な利用者保護のための枠組みの必要性が認識されてきたことになる。このことは利用者の利便性の向上にも結びつくもの

1) 金融庁『投資サービス法（仮称）に向けて』2005年12月22日、2-4頁。

2) 橋上徹「金融商品取引法（投資サービス法）制定に当たっての課題」『企業会計』第58巻第4号（2006年4月号）、149頁。

であり、わが国の金融・資本市場の発展にも結びつくものと考えられる。

また他方で、「貯蓄から投資」に向けてに関しては、構成かつ円滑な価格形成、市場の信頼性、効率性・透明性の確保が必要であり、その実効性の保証のための努力も求められる。さらには、国際資本市場の動向からも、インフラ整備の必要性は認識されることである。その結果として、適正な利用者保護および市場における不正取引防止のための金融システムの構築を目的とする新しい法律の整備が求められることになる。

当該報告書に基づいて、証券取引法が金融商品取引法に改組されたことは周知の事実である。中でも、有価証券概念を拡大し、これまでほとんど規制対象となっていなかった集団投資スキームを法の適用対象としたことで、集団投資スキームに対する開示規制が強化されたといってい³⁾。ただし、金融商品取引法は、集団投資スキーム自体の開示規制に重点をおいて規制を定めているのではなく、集団投資スキーム持分の自己資金や財産の自己運用を行う者を規制することを通して情報開示を求めるものとなっている。

(2) 集団投資スキームと開示規制

新たな金融商品の開発により、これまでの有価証券以外の金融商品が有価証券と同じように投資の対象となってきた。そこで登場してきたのが、証券に記された以外の権利であるにもかかわらず、有価証券と同じとみなされる、いわゆる「みなし有価証券」である。金融商品取引法では、集団投資スキームをみなし有価証券の一つとして取り込んだことになる。ここに、金融商品取引法は、このような権利を「集団投資スキーム持分」と表すことになった。ちなみに、このような集団投資スキームは、資金調達方法の確保、資金運用方法の確保という投資家ニーズから生まれたもので、「市場間接金融」⁴⁾ともいわれている。これは、資金運用者である投資家と資金調達者が資本市場において仲介される金融システムとしてとらえられることを表している。この集団投資スキームの特徴は、特別目的事業体（SPV）が投資家と投資対象事業の間に介在する点にある。

金融商品取引法の投資家保護という立法の主旨は、投資家が自己責任の原則を前提として情報開示が義務付けられており、その特徴は「横断化」と「柔軟化」にあるといわれている⁵⁾。特に有価証券に関しては、これまで別々の法律で規制され、証券取引法の規制対象となっていなかった抵当証券や信託受益権といった金融商品をこの適用対象に加えることになり、

①有価証券については、適用除外に該当しない限り、金融商品取引法のディスクロージャー

3) 有価証券概念の中に集団投資スキームを取り込んだ点は評価できるが、開示規制に関しては、原則的に開示規制の適用がないとされていることなど、これまでの証券取引法から大きな前進があったわけではないという批判も見受けられる。山下友信・神田秀樹『金融商品取引法概説』有斐閣、2010年、22頁。

4) 山下・神田『上掲書』、26頁。

5) 黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」『金融法務事情』No.1779（2006.8.25）、8頁。

制度が適用される。

②有価証券の売買その他の取引およびデリバティブ取引には、不正取引規制が適用される。

③有価証券またはデリバティブ取引に関する一定の行為を業として行うものは、金融商品取引業の登録を必要とする。

といった横断的な規制を設けることになった⁶⁾。

金融商品の拡大に伴い、開示規制の適用範囲も拡大したが、一律に同じ開示規制を適用するのではなく、「流動性」の観点から分けて適用している点に特徴を見出すことができる。つまり、流動性の高い有価証券に関しては、発行者に対して四半期報告書や内部統制報告書の作成・公表を義務付け、当該情報を公衆縦覧に供することで当該有価証券に対する投資判断を行うために必要な情報を広く投資家に提供して投資家保護を図っているが、「流動性の低いみなし有価証券」⁷⁾に関しては開示規制の適用除外を行っている。ここに「流動性が低い」とは、有価証券の券面が発行されなかったり、信託受益権を取得する受益者は基本的に従業員持株会の加入者であるため、その譲渡可能性が制限される等の金融商品取引法の開示規制を課す必要性が高くないということを意味している⁸⁾。

金融商品取引法では、新たに規制対象に加えられた集団投資スキーム持分を、

- ①出資者が、金銭等を出資または拠出すること
- ②出資または拠出された金銭を充てて事業が行われること
- ③そこから生じる収益の配当または当該事業に係る財産の分配を受けることができる権利であること

と定めている（第2条2項5号）。これは、集団投資スキームに金融商品取引法を適用するための包括条項といわれている⁹⁾。また、外国の法令に基づく権利においても、この中に含めることが新たに定められたことにより（第2条2項6号）、日本国内だけでなく、外国の法令に基づくものも集団投資スキーム持分として扱われることになった。これらの条文では、「集団投資スキーム」という用語は使われておらず、上記の要件を満たすものが集団投資スキームに該当することになる。

一般に「ファンド」と称される「集団投資スキーム」は、経済産業省が先に示した「複数の投資家から資金を集めてそれを投資し、そこから得られるリターンを投資家に配分する仕組み」¹⁰⁾ という定義と整合的であり、「投資型ファンド」と「事業型ファンド」に大別する

6) 黒沼「上掲論文」, 9頁。

7) 流動性の低いみなし有価証券には、信託受益権、外国信託受益権、合名会社・合資会社の社員権、外国法人の社員権、集団投資スキーム持分、外国集団投資スキーム持分があげられている（2条2項各号）。

8) 三井秀範・池田唯一『一問一答 金融商品取引法（改訂版）』商事法務, 2008年, 152頁。

9) 黒沼「前掲論文」, 10頁。

10) 経済産業省『経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会 報告書』2005年12月27日, 2頁。

ことができる¹¹⁾。

金融商品取引法では、集団投資スキーム持分に対する規制として開示規制と業者規制が存在している。前者は、有価証券報告書等を用いた開示であるが、集団投資スキーム持分は、一般に流動性が低い有価証券であり、その情報の公衆縦覧による開示の必要性は低いため、開示規制は不要である。しかし、主として相当な規模で有価証券に対する投資を事業とする、いわゆる「投資ファンド」の集団投資スキーム持分では、集団投資スキームへの出資者のみでなく、市場参加者にとって重要な情報であるため、その投資運用状況に関する定期的な開示の必要性があると考えられる。そのため、「みなし有価証券」のうち、「有価証券投資事業権利等」といわれる、主として有価証券に対する投資対象事業とする集団投資スキーム持分は、開示規制の対象となる¹²⁾。

これに対して後者は、集団投資スキームが用いる有価証券またはデリバティブは、金融商品取引法の対象であり、それらを用いる行為は「投資運用業」（第28条4項3号）となるため、それを行う業者に対しては、金融商品取引業者としての登録が求められる（第63条）。その結果、この登録された業者に対しては、「業者規制」が適用される（第37条の3）。そのため、「開示規制」の適用がされない場合においても「業者規制」の側面から投資家に対する情報提供がなされることになる。つまり、これまでだと集団投資スキーム持分を勧誘・販売する場合に投資家が保護されないケースが見受けられたが、ある投資ファンドの販売が募集に該当せず、発行開示、継続開示の義務が生じないとしても、当該ファンドの運用を行う投資運用業者は、当該ファンドの保有者に対して運用報告書を交付する義務を負っており¹³⁾、公衆縦覧の情報開示が行われなくても、ファンドの保有者には投資判断に必要な情報が開示されるということになる。

ここからわかるように、すべての有価証券に一律に規制を適用するというのではなく、投資商品、投資家および商品のレベルに応じて開示規制の構造をかえるという意味の「柔軟化」である。このような形で、有価証券の性質に応じて開示規制を設けることは望ましいことといえる。しかし、それに関しては疑問が呈されており¹⁴⁾、ファンドを利用した行為の透明性確保の点からも、開示規制の柔軟化に対しては、賛同できかねない点でもある。換言すれば、開示提供される情報の質について、ファンドの内容にふさわしいものになっているといえるかということであり、投資家に対して意思決定のために有用な情報が提供されなければならないことと結びつけて検討するべきである。

11) 事業型ファンドについては、開示制度の適用が除外されている（第3条3号）。ただし、事業型ファンドに対しては、これが投資運用業の定義に該当しないことから、運用報告書（第42条の7）の交付がなされず、情報提供という点から問題が残ることになる。

12) 小谷融『金融商品取引法におけるディスクロージャー制度（二訂版）』税務研究会出版局、2010年、41-43頁。

13) 大崎貞和『解説 金融商品取引法』弘文堂、2006年、28-29頁。

14) 黒沼悦郎「貯蓄から投資の時代の金融商品取引法」『エコノミスト』2006.12.19、51頁。

金融商品取引法上の論点には、集団投資スキーム規制の適用関係の他にもESOPで利用される信託の受益権に関する開示規制の適用関係等があげられる。集団投資スキームの場合、投資家から拠出された金銭等の運用財産を帰属させる組織が必要であり、それを一般に「ビークル」と呼ぶことが多く¹⁵⁾、そこで用いられるものとして「信託」が考えられる。

そこで次節では、信託に関する会計問題を考察することにする。

2 日本版ESOPと開示規制

(1) 日本版ESOP

ESOP（従業員自社株式保有制度）は、アメリカでエリサ法（従業員退職所得保障法）を根拠として設けられた確定拠出年金制度であるが、その特徴は、信託が用いられる点にあるといえる。この信託が、ESOP導入企業の株式を取得し、当該企業の従業員の退職時に、当該株式を配分することになる。すべての従業員の加入が義務付けられるのも、特徴といえる。

日本において同じような制度として、従業員持株制度がある。これは、「会社の従業員が、当該会社の株式の取得を目的として運営する組織」¹⁶⁾である従業員持株会を中心に展開してきた制度である¹⁷⁾。その点は大きな特徴であるといえるが、当該制度が従業員の福利厚生、中でも財産形成を中心とした目的で設定されているのに対し、ESOPは参加者にインセンティブを付与することで、長期的な安定株主政策を実現しようとする点に大きな相違点を見ることができる¹⁸⁾。

日本版ESOPも、このような観点から提唱されることになるが、そのメリットは、ESOPを通して従業員が自社株式の一部を報酬として受取ることにより、

- ①経営計画の内容・実現可能性について、内外の利害関係者に対して説得力を持つ
- ②経営計画の成功した場合の成果を、従業員が将来の成長をも織り込んだ株価で享受できる

という点をあげることができる¹⁹⁾。

15) 藤瀬裕司『ファンドビジネスと金融商品取引法』日本経済新聞社、2008年、12頁。

16) 日本証券業協会『持株制度に関するガイドライン』、2008年6月、1頁。

17) 東京証券取引所の『従業員持株状況調査』の推移を見ると、東京証券取引所に上場している会社のうち従業員持株会制度を有している会社の割合は2004年から2010年までの間、76%～87%で推移しており、今後、この割合が上昇することは期待できない。また、従業員の従業員持株会への加入割合は、任意加入方式で株式の取得資金を従業員が拠出していることからそれほど高くなく、45%～48%でほとんど変化が見られない。この点についても、今後の増加は見込まれないと思われる。また、従業員持株会の持株保有割合は、ほとんど0.8%台で推移しており、従業員持株会が安定株主になるには、あまりにも保有比率が低いといわざるをえない。つまり、この数字からは、従業員持株会は安定株主として機能しているとはいえない。

18) 上田肇「ESOP：米国型「従業員主権」経営」『財界観測』第61巻第3号（1996年3月）、101頁。

19) 井湯正彦、野村亜紀子「米国ESOPの概要と我が国への導入」『知的資産創造』2001年3月号、66頁。

日本におけるESOPを検討したものとして、経済産業省が2008年11月に公表した『新たな自己株式保有スキームに関する報告書』（以下、『報告書』という）がある²⁰。当該『報告書』は、信託や中間法人を利用して従業員に自己株式を付与するといった新しいスキームを有効活用するために、そのスキームの設計及び運用に関し、現行法制度との関係における留意点を中心に整理したものである。その背景には、わが国企業を取り巻く環境変化の中で、国際競争力の維持・向上のために新技術の開発や新市場の開拓といった企業間の差異性を生み出し、競争力の源泉となる従業員の能力の向上が必要不可欠であるとの認識があり、そのためには、従業員の労働意欲や企業経営への参加意識の向上、さらには自社の株価向上に対する意識を高めることが焦点となる。

周知のように、日本企業には、すでに従業員持株会という同種の組織があり、広く普及している。従業員持株会に対しては、そのメリットとして、

- ・従業員の財産形成を促進して、その生活が安定すること
- ・会社の利益との共同意識を高めることで、従業員の勤労意欲を向上させて、その能率が増進すること
- ・会社に対して、長期的なコミットメントを持つ従業員株主を育成すること

があげられる。

しかし、従業員持株会では従業員自身が拠出する少額の出資を用いて自社株式を購入することから、必ずしも自社株式の保有割合が高くなく、同時に、持株会への加入だけでなく、その引き出しに関しても任意であるため、従業員の労働意欲・意識を中長期的に維持していくことは限定的であるというデメリットも示されている（『報告書』第1章1）。また、それ以外のデメリットとして、

- ・会社からの奨励金が高くなく、加入のインセンティブが上がらない
- ・株式取得が一定のタイミングでなされるため、その時点で株価が上昇し、取得コストが増加する
- ・従業員による株式の引き出しが自由とされているため、従業員の株価動向に対する関心が低く、また株価上昇時には株式が引出され、保有株が増加しない

などの指摘もある²¹。

そこで、今回『報告書』で提示されたピークルを用いたスキームでも、主たる目的は従業員持株会の安定的運営を通しての従業員の財産形成であるとしながらも、

- ①会社業績に対するリスクを負うために、議決権行使によるガバナンスの向上、長期的視点に立った経営への関与
- ②株価上昇へ向けての従業員の労働意欲向上の効果の確保

20) 当該『報告書』の内容を解説したものとして、田中明夫「経済産業省新たな自己株式保有スキーム検討会報告書の概要」『商事法務』No. 1852（2008.12.15）がある。

21) 太田洋「日本版ESOP導入に際しての実務上の留意点」『商事法務』No. 1857（2009.2.15）、18頁。

③従業員の利益と株主の利益が連動することによる企業経営の効率性の向上

といった効果が考えられており（『報告書』第1章2）、既存の従業員持株会制度におけるデメリットをカバーする工夫が施されている。

特に、議決権に関しては、自社株式の議決権行使を通して従業員の意思を経営陣に示すことができるため、コーポレート・ガバナンスにとっても有効な面があることは間違いない。しかし逆に、議決権行使の関連で、導入企業によるピークルに対する恣意的な支配力を行使しようとする事への懸念が存在することから、関連諸法令上での取扱いとの関係に関する検討が不可欠であることが明らかである。その点に対して、経済産業省は、信託や中間法人というピークルが、会社からの拠出金や金融機関からの借入等を利用して、将来、従業員に付与する株式を一括取得し、一定期間保有した後に、従業員に付与するという一連の流れを「自社株式保有スキーム」と定め、当該スキームを有効に活用する観点から議論の対象となるスキームを、

①導入企業からの独立性を有するピークルが、将来従業員に付与する株式を導入企業や市場から一括して取得し、当該株式について、従業員の意思や将来株式を取得する従業員の利益を考慮した議決権の行使が行われることによって、ガバナンスの向上等が期待できるもの

②ピークルが一定期間株式を保有することによる上述のガバナンス向上の効果の確保や、従業員に中長期的な株価上昇へのインセンティブを提供することによる従業員の勤労意欲向上の効果の確保が期待できるもの

とした（『報告書』第1章4）。

日本版ESOPの類型として、『報告書』では、従来の従業員持株会を利用した「従業員持株会発展型スキーム」と、導入企業が従業員持株会を活用しないで、ピークルを通じて一定の要件を満たす従業員に対して退職時に無償で自社株式を給付するスキームとしての「従業員退職時給付型スキーム」に分類している²²⁾。当該スキームの基本的な取引主体は、スキーム導入企業、ピークル、金融機関、従業員持株会からなり、これらは、これまでの従業員持株会でなく、導入企業からの独立性を確保するためにピークルと呼ばれる信託や中間法人を利用する点に特徴を有している。ピークルは、スキーム導入企業から金銭拠出を受けるか、金融機関からの融資を受けることで、市場より自社株式を購入するか、導入企業から株式の提供を受ける。その後、ピークルが一括して取得した株式は、順次、従業員持株会へ売却されることになるか、このように、個々の従業員もしくは退職者に株式を無償交付するかとい

22) 2つのスキームの相違点としては、そのピークルを運営する資金面において、「従業員持株会発展型スキーム」では、従業員が資金の拠出をしている点で最終的に従業員に負担がかかることになるが、「従業員退職時給付型スキーム」では、従業員に給付する株式を購入する資金を導入企業が直接負担している。また、対象者に関しては、前者は従業員持株会に所属する会員に限定されるが、後者はそのような限定がされない。太田「上掲論文」、14頁を参照。

う方法がとられることになる。このうち、前者において、信託を利用する「信託スキーム」と中間法人を利用する「中間法人スキーム」があるが²³⁾、当該『報告書』では、図1に示すように、スキーム導入企業を委託者、ビークルを受託者とし、従業員持株会を受益者とする「従業員持株会発展型スキーム」を対象に展開されている²⁴⁾。すでにみたように、ESOPと従業員持株会は全く異なる性質を有するものである。日本版ESOPは、企業からの拠出金や金融機関からの借入金を用いて株式をまとめて取得する点、さらには、取得した株式を既存の従業員持株会を通じた上で、一定のルールに従って従業員に付与する点が特徴であり、それらがESOPの中に組み込まれる形で提案されている。つまり、その点において従業員持株会発展型スキームが「日本版ESOP」といわれるゆえんである²⁵⁾。

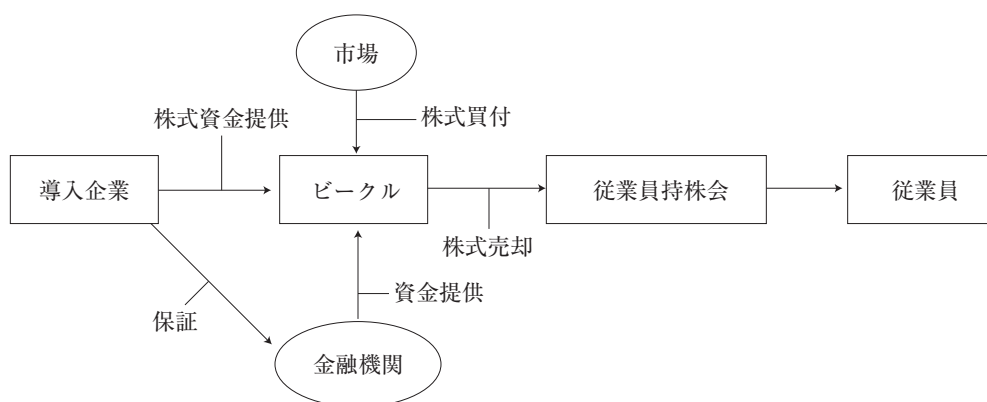


図1 従業員持株会発展型スキーム

(2) 日本版ESOPの開示規制

2008年に経済産業省が公表した『報告書』は、日本版ESOPの設計と運用に当たり、会計、会社法、労働法及び税法上の論点を整理したものであるが、金融商品取引法の問題については触れられていない。近年、株式の持合状況についての開示の促進が提唱されているが、株式の持合による資本や議決権の空洞化、株主によるガバナンスの形骸化が問題と考えられる。具体的に、従業員持株における議決権行使の方法については、効果的なガバナンスを発揮するために用いられていないという問題も指摘されている。そこで金融庁は、金融審議会金融

23) 中間法人は、中間法人法の廃止に伴い、一般社団法人へ移行して存続することになった。

24) 従業員退職時給付型に関しては、秋葉賢一「退職給付として自社の株式を交付するスキームに関する会計処理の検討」『企業会計』第63巻第2号（2011年2月号）を参照。

25) 米国でESOPを導入する際のメリットとして認められる、

- ・ 導入企業による拠出金の拠出時における損金算入
- ・ その時点における加入者への課税の繰延べ
- ・ ESOP保有株式に対する配当の、導入企業側における損金算入

が、日本では制度化されていない。太田「前掲論文」、13頁。

分科会「わが国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が2009年6月11日に公表した『上場企業等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて』と題する報告書に対応する形で、2009年9月9日に「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（以下、内閣府令という）」を、同年12月11日には「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（以下、開示府令という）」を公表した。前者は、金融商品取引法において従業員持株会発展型スキームの取扱いを明らかにしたものであり、同日公表の「金融商品取引法等に関する留意事項について（以下、金融商品取引等ガイドラインという）」は、それが集団投資スキームに該当しないことや、投資信託及び投資法人に関する法律に反しないことを明確にした。また後者は、有価証券報告書等におけるビークル等の情報開示について定めたものである。さらに、従業員持株会へ会社の株式を一定の計画に従って継続的に取得させ、または売り付ける制度、いわゆる信託等を利用した従業員持株制度を導入している企業に対しては、有価証券報告書において情報の開示を行うこととした。

これらは、これまでの日本版ESOPスキームに対してある種規制を行うことで自由度を制限してしまうという面もあるが、「ビークルを用いた従業員持株会を通じた株式保有スキームを、いわば法体系に取り込むものであり、スキームの策定及び運用に際しての法的安定性の向上に資するもの」²⁶⁾と評価できる。

経済産業省の『報告書』では、「従業員持株会発展型スキーム」と「退職給付型スキーム」が自社株式保有スキームとして考えていることをすでに示したが、今回の「内閣府令」の改正では、以下の2点について従業員持株会を通じた株式所有スキームの金融商品取引法等における取扱いの明確化を意図したものである。第一は、従業員持株会発展型スキームにおいて、ビークルによるESOP導入企業の株式を取得することが、金融商品取引法における「有価証券の引受け」業務に該当するかどうかであるが、結論的には、一定の要件を満たすものについては、引受業に係る適用除外を設けることにした。ここにいう「一定の要件」とは、金融商品取引法等第2条の定義に関する「内閣府令」第16条第1項7号の2のイからへを示しており、「金融商品取引等ガイドライン」にも同様のことが示されている。これは、従業員持株会が、金融商品取引法上で、すでに有価証券の引受業規定の適用除外になっていることと整合性がある。第二は、集団投資スキームに関する論点としては、従業員持株会とESOP信託を集団投資スキームとみなすか、または、それぞれが別個のビークルとみなすかという点にある。なぜなら、集団投資スキームとみなす場合には、その持分が「みなし有価証券」に該当するとして、開示規制の対象となるからである。この点に関する「金融商品取引法等ガイドライン」での見解は、「従業員持株会を通じた株式所有スキームのうち、定義府令第16条第1項第7号の2のイからへまでに掲げるすべての要件に該当する行為及び同号イ（1）又は（2）に掲げる買付けを行うことを内容とするスキームに係る権利は、金融商品

26) 増島雅和「信託型従業員持株インセンティブ・プラン」『会計・監査ジャーナル』No. 653 (Dec. 2009), 76頁。

取引法第2条第2項第5号に掲げる権利とはならない」として、いわゆる「みなし有価証券」に該当しないとしている。このような対応は、従業員持株会も従業員持株会発展型スキームにおいても、「従業員の福利厚生に資するものであって、金融商品取引法等の規制の対象としなくても投資家である従業員の保護のため支障を生ずることがない」²⁷⁾ という見解に基づくものである。

また、金融庁は、2009年12月11日に公表した「開示府令」において、特に従業員持株制度が問題になる点は、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（以下、特定有価証券開示ガイドラインという）」の中で、従業員等持株会の参加者が信託受益権を取得する場合、受益者が500名を超える場合には、有価証券届出書、有価証券報告書の提出が必要となるとしている。しかし、従業員持株会による株券等の取得が、一定の要件を満たす場合には、当該持株会を一人受益者として取り扱うこととし、有価証券報告書の提出が必要ないことを明確にした（2-3）。

これまで、有価証券届出書及び有価証券報告書においては、従業員持株制度に関する情報開示は明示されていなかったが、今回の「開示府令」、「企業内容等の開示に関する留意事項について（以下、開示ガイドラインという）」及び「特定有価証券開示ガイドライン」は、これらの点について明確にした。「開示府令」においては、有価証券届出書及び有価証券報告書提出会社について、各報告書において従業員持株所有制度の内容の項を新たに設けることを規定している。その第二号様式（47-2）においては、「従業員持株所有制度」を「提出会社の役員・使用人その他の従業員又はこれらの者を対象とする持株会に提出会社の株式を一定の計画に従い、継続的に取得させ、又は売り付けることを目的として、当該提出会社の株式の取得又は買い付けを行う信託その他の仕組みを利用した制度」と定めた²⁸⁾。

また、信託等を利用した従業員株式所有制度は、持株会等を利用し、会社の株価上昇によるメリットを従業員等が享受することができることで、企業価値向上のインセンティブを付与することができると思われる。そのため、このような従業員株式所有制度の導入は、ストックオプション制度等と同様、重要な投資情報であると考えられ、当該制度を利用している企業は、

- ①従業員株式所有制度の仕組み、信託を利用する場合には受益権の内容といった当該従業員株式所有制度の概要
 - ②従業員等持株会に取得させ、又は売り付ける予定の株式の総数又は総額
 - ③当該従業員株式所有制度による受益権その他の権利を受けることができる者の範囲
- を、有価証券報告書に記載しなければならないことになった。

27) 高橋洋明、森口倫「規制緩和等のための金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正の概要」『商事法務』No. 1880（2009.11.5）、17頁。

28) 金融庁『有価証券報告書の作成・提出に際しての留意事項について（平成22年3月期版）』、平成22年5月25日に同様の規定がある。

「開示府令」に対するパブリックコメントに対する金融庁の考え方で、「従業員持株会発展型スキーム」は、この制度の中に属するものと解することができる（2009年12月11日、パブリックコメント「従業員株式所有制度について」²⁾）。また、「従業員退職時給付型スキーム」を用いる場合もこの中に含まれるものと解することができるため、同様の開示が求められることになる。しかし、ピークルを用いず、従業員持株会のみを利用する場合には、「従業員株式所有制度」に該当すると解されないため、これまで通り、特別の開示が要求されることはない。

3 信託の子会社問題

経済産業省の『報告書』は、新スキームを運営する際に現行の法制度との関係で留意する点としていくつかの論点を示している。特に、わが国の会計基準については、集団投資スキームとの関係で、信託が連結財務諸表上で子会社に該当するかが問題となる²⁹⁾。しかし、日本版ESOPを包括的に規制するような会計基準は、現在のところ存在しない。そのため、『報告書』でも、個別論点を示すのみに留まっているという限界がある。前述の内閣府令において規制されている開示対象は「従業員持株会発展型スキーム」であるため、以下ではこのスキームを検討の対象とする。

周知のように、日本版ESOPでは、信託に対して導入企業が財政的な支援を行っている。そのために、導入企業と受託者である信託は親子会社の関係としてとらえられるのではないかという問題が浮かびあがる。会社法では、子会社は親会社の株式を取得してはいけないことになっているため（会社法第135条1項）、信託が導入企業の子会社として扱われることになると制度自体が成立しないことになるが、企業が設定するピークルとしての信託が子会社として扱われるか否かという問題について考察する。

会社法において子会社とは、「会社がその総株主の議決権の過半数を有する株式会社その他の当該会社がその経営を支配している法人として法務省令で定めるもの」（第2条第3項）とされ、当該会社が子会社となるのか否かの判断基準は、「他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配している」（会社施行規則 第3条第1項）という点におかれている。

会社法において定められている子会社の定義は、財務諸表等規則に定めるものと同一のものと解され（財務諸表規則 第8条3項4項）、同時にこれは、連結に関する会計基準における扱いに準拠することになるため、会計上の問題として取り扱われることになる。具体的には、導入企業が設定する信託が子会社に該当すると判断される場合には、会社法の点から導

29) 弥永真生「従業員持株 ESOP 信託の会計上の理論的考察」『商事法務』No. 1917 (2010.12.5) は、この問題に関して多くの示唆を与えてくれる。日本版 ESOP の会計問題については、この問題以外にも、導入企業が ESOP 信託をめぐる手続きにつきどのような会計処理を行うべきか、導入企業が ESOP 信託の借入れについて行う保証の会計処理と関係はどのようになされるべきか、といった論点がある。

入企業の株式の取得は禁止されることになる。また、現行の企業会計基準第22号『連結財務諸表に関する会計基準』では、いわゆる、支配力基準で子会社の範囲の判断を行っている(第6項)。信託の場合には、そもそも意思決定機関を特定できないために支配という概念を適用するのが困難であるため、子会社に該当しないと解することができる³⁰⁾。

しかし、他方で信託は、

①信託期間中に、受託者が存在しないこと

②委託者たる導入企業による借入れによる債務保証ならびに損失補填準備金勘定の抛出といった資金調達に関与から、子会社に該当すると判断できる余地があるという見解がある³¹⁾。さらに、会社法は子会社による親会社株式取得禁止の観点からの規制であるのに対し、会計上は、連結財務諸表上の子会社の範囲を決めるという、両者は全く別の観点から論じられており、必ずしも同一の運用を必要とするものではない。つまり、例えばピークルが会計上で子会社と認定されたとしても、その結果、会社法上でも子会社に該当するというわけではないという見解もある³²⁾。

これらの見解が見受けられる中、信託を導入企業の子会社として、連結財務諸表に連結する対象として認識するか否かについては、この意思決定機関の実質的な支配が重要な問題となる。『報告書』では、【論点4】においてこの点が問題視されている。

当該信託が連結対象になるか否か判断するものとして、2009年2月6日、企業会計基準委員会が公表した『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』(以下、『論点整理』)が参考になる。すでに、一定の要件を満たす特別目的会社に対しては、出資者及び当該特別目的会社に資産を譲渡した会社の子会社としないと推定される特別目的会社の概要の開示を定めた、企業会計基準適用指針第15号『一定の特別目的会社に係る開示に関する適用指針』が公表されているが、はなはだ不十分であることを受け、継続的に検討したものである³³⁾。

また、『論点整理』の中の「【論点2】連結対象となる企業について」の中で、信託についても触れている。ここに信託とは、「特定の者が一定の目的に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとする」と定義されている(信託法 第2条1項)。基本的な仕組みとして、委託者、受託者、受益者で構成されており、従業員持株信託においては、スキーム導入企業が委託者、信託等のピークルが受託者、そして

30) 太田洋、松原大祐「日本版 ESOP の法的論点」『経理情報』No. 1134 (2006.12.1), 13-14 頁。

31) 中澤栄仁、松澤大和、佐野晴美「日本版 ESOP の税務・会計論点整理(会計編)」『経理情報』No. 1235 (2009.12.20), 48 頁。

32) 新谷勝「日本型 ESOP の仕組みと法的留意点」『銀行法務 21』No. 702 (2009年5月号), 9 頁。

33) 2011年3月25日に改正された『連結財務諸表に関する会計基準』では、特別目的会社に関して、「特別目的会社の事業がその目的に従って適切に運営されているときは、当該特別目的会社に資産を譲渡した企業から独立しているものと認め、当該特別目的会社に資産を譲渡した企業の子会社に該当しないものと推定する」(第7-2項)とした。この改正にあわせて、適用指針第15号も改正された。

従業員持株会が受益者となる。具体的には、委託者が当初受益者となる自益信託と、三者が別々である他益信託に大別されるが、信託の会計処理に関して、信託法では、「信託の会計は、一般に公正妥当と認められる会計の慣行に従うものとする」（第13条）と規定されているだけである。

自益信託に関しては、2007年8月にASBJより公表された実務対応報告第23号『信託の会計処理に関する実務上の取扱い』で扱われているが、委託者以外の第三者が受益者となる「他益信託」は対象に含まれていない。このように、他益信託に関する会計基準が公表されていない現時点においては、当該実務対応報告がそれを検討する判断材料になる。

当該実務対応報告では、Q8のAにおいて、受託者の会計処理に関して説明している。それによると、「信託は財産の管理又は処分の制度である」ということから、信託行為の定め等に基づいて行うことを定めている。ただし、多様に利用される信託の中で、利害関係者への財務報告をより重視する必要がある場合には、「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準」に準じて会計を行うことになっている。つまり、信託法にいう「会計の慣行」として、企業会計基準等を含むものと理解することができる。

さてここで問題になるのは、信託が「会社に準ずる事業体」に含まれるか否かであるが、当該実務対応報告では、信託を「金銭の信託」と「金銭以外の信託」に分け、それぞれ委託者兼当初受益者が単数か複数かという観点から4つのケースについて会計処理を説明しているが³⁴⁾、具体的に問題となるのは特に委託者兼当初受益者が複数である場合の金銭信託である。通常、信託は財産管理の制度としての特徴も有しているため、会社に準ずる事業体に該当するとはいえないとして連結対象に含めていない（Q2のA3）。また、その受益者は、原則として、信託財産を直接保有する場合と同様の会計処理を行うため、信託財産のうち持分割合に相当する部分を受益者の貸借対照表における資産及び負債として計上し、損益計算書についても同様に持分割合に応じて処理する方法によるものとされている（『論点整理』第30項）。ただし、受益者が複数である信託においては、財産管理のための仕組みというよりは、子会社及び関連会社と見る方が適切な場合もあるため³⁵⁾、そのような場合には、信託も「会社に準ずる事業体」に該当する場合がありますと解することができる。

一方で他益信託は、委託者以外の第三者が当初受益者になることを前提としたものであり、『論点整理』の注10において、「委託者が信託の変更をする権限を有しており、委託者であ

34) 実務対応報告第23号の概要説明に関しては、小倉加奈子「信託の会計処理」『企業会計』第60巻第2号（2008年2月号）を参照。

35) 金銭信託の中には、連結財務諸表上、子会社と見る方が適切な会計処理ができる場合があるということで、当該実務対応報告では、

- ①すべての受益者の一致によって、受益者の意思決定がなされる信託
- ②信託行為に受益者周囲における多数決による旨の定めがある信託
- ③信託行為に別段の定めがあり、その定めるところによって受益者の意思決定が行われる信託の場合が、それに該当するとしている（Q2のA3）。

る当該企業に信託財産の経済的効果が帰属しないことが明らかであるとは認められない場合には、会計上、委託者である当該企業の財産として処理することが適当であると考えられる」としている。そして、このような2つの要件を満たす場合に、信託の財産が委託者の財産となることになる³⁶⁾。いわゆる、信託に属する資産・負債を導入企業のものであるとみなして処理する「総額法」による処理が行われ、その結果、改めて子会社や関連会社に該当するか否かについて判断する必要がなくなることになる³⁷⁾。つまり、信託に関して個別財務諸表上で総額法処理をした場合には、連結財務諸表上で子会社に該当するか否かの判断は必要ないということになる³⁸⁾。

これらのことから、信託を導入企業の子会社として連結対象にするか否かの判断の一つは、信託の意思決定機関に対する支配が可能かどうかという点にあるといえる。親会社に該当する企業が、子会社といわれる事業体の意思決定機関を実質的に支配していることがポイントになる。具体的には、導入企業が信託の議決権を有していないこと、受託企業は受益者にとって有益な決定をするのであって、導入企業の意思に沿った意思決定をするわけではないこと、さらには、信託から生じた利益は、最終的に受益者である従業員に配分されることから考えても、子会社としてとらえることはできないと解釈できる。

つまり、親子会社の関係の前提となる「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」には、親会社が子会社の議決権を保有していることであるといえるが、上記のような理由から、導入企業は信託の議決権を保有しているとはいえないため、信託を子会社としてみなすことは適切でないと考える。

おわりに

日本においては、古くから従業員持株会制度が存在し、従業員の財産形成に一役買っていたことは事実であるが、経済のグローバル化が進む中、コーポレート・ガバナンスという観点から、その制度自体のあり方を見直す必要に迫られてきたことも、他方においては事実である。このことは、従業員との関係においても検討するべき事項であることを示している。ひとえに、日本企業は、従業員重視を前面に打ち出し、長期的な安定雇用が確保されることを第一義的な使命と考えてきたが、今後は、従業員の労働に対する意識の変化も踏まえ、そのような状況の中で一層の透明性を高めるための情報開示を進めることにより、従業員及び

36) ここに掲げる2つの要件の説明及び具体的な会計処理に関しては、中澤・松澤・佐野「前掲論文」49-53頁、秋葉賢一「従業員持株会を活用するスキーム（いわゆる日本版ESOP）に関する会計処理の検討」『企業会計』第62巻第4号（2010年4月号）、74-79頁を参照。

37) この会計処理の妥当性については、葉玉匡美、吉井久美子、遠藤元基「従業員持株ESOP信託の会計・税務上の問題点」『商事法務』No. 1918（2010.12.15）、30頁を参照。

38) 従業員持株信託を子会社と考えた場合の検討するべき点については、片木晴彦「信託利用型従業員インセンティブ・プラン」『商事法務』No. 1814（2007.11.5）、16頁以下を参照。

従業員持株会等によるチェック体制の確立が、日本企業におけるコーポレート・ガバナンスを効率的に遂行するために必要であり、そのためにも従業員持株会の存在意義を改めて検討する必要がある。また、企業外部からのコーポレート・ガバナンスを従業員という観点で見た場合、資本市場からの視点だけではなく労働市場からの視点も重要になってくる。そういう意味で、今回の経済産業省が公表した『報告書』は、意味のあるものと位置づけることができる。経済産業省のいう「新しい自社株式保有スキームの提案」は、自社株式をどのようなプロセスを経由させていつ給付するかという点と、その役割をどのように考えるかという点に特徴を集約できる。

最後に、金融商品取引法の改組に関連した集団投資スキームの観点から、「従業員持株会発展型スキーム」と規制の関係を考えてみることにする。

第一に、このスキームは、ビークルと従業員持株会を一体とみれば、集団投資スキームに該当するのではないかという点である。しかし、ビークルは導入企業の株式の取得および従業員持株会への株式の供給を目的とし、従業員持株会は一定の計画に従ってビークルから導入企業の株式を取得し、持株会に参加する従業員にそれを分配することを目的としている。つまり、ビークルと従業員持株会は、従業員の福利厚生という点では共通する点もあるが、独自の目的で運営されていると考えることができるため、集団投資スキームには該当しないとされている。

第二に、ビークルは信託財産である金銭で導入企業の株式を取得し、従業員持株会へ売却しているが、これを運用と解釈すると開示規制が適用されることになる。しかし、有価証券で金銭の運用を行うことを前提としていないために、開示規制は適用されないと考えるのが妥当である。さらに、従業員持株会に参加する人が情報利用者であることから考えても、非常に限定されており、有価証券報告書等での開示は必要ないと考えられる。

今後、日本企業が生き残りをかけていくためには、海外への事業展開はこれまで以上に活発に行われることになるだろうと予測できる。それは、国内事業の縮小化を意味することになる。そういう状況の中で、有能な人材を確保し、労働に対する中・長期的なインセンティブを持たせる手段として、ESOPは役立つと考えられる。

今回取り上げた金融商品取引法では、信託受益権全般や集団投資スキーム持分が有価証券とみなされ、規制対象となった。従って、従業員持株会発展型スキームが同じように規制対象となれば、日本版ESOPの販売・勧誘・投資助言・資産管理するものは、金融商品取引業者として登録しなければならなくなる。その結果、いずれにせよ、日本版ESOPという金融商品を導入する企業は、前向きに情報開示を行うべき方向に向かうであろう。特に、集団投資スキームとして従業員持株会を利用したビークルを組み込んだ日本版ESOPには、

- ①信託終了時点で、従業員に信託収益の分配の可能性が高いこと
- ②ESOP信託の借入金に対する会社の負担するリスクが低いこと

というメリットがあると考えれば³⁹⁾、自社株式を有効に活用するための新たなスキームとしてクローズアップされることになるだろう。現時点では、日本版ESOPは米国版ESOPと比較すると、まだまだ改善する余地が残されているといえる。しかし、今後、このスキームを利用する企業の増加と結びつくことになると予測されるため⁴⁰⁾、早急な制度整備が求められることはいうまでもない。

39) 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』No. 1914 (2010.11.15), 28 頁。

40) 『日本経済新聞』2011 年 6 月 10 日 (朝刊)。