

Title	従業員持株制度：会社法上の問題点を中心に
Sub Title	The policy of shareholding by employees : mainly focusing on the corporation law aspect
Author	張, 智夫(Zhang, Zhifu)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2019
Jtitle	慶應義塾大学大学院法学研究科論文集 (Proceedings of Keio University Graduate School of Law Studies in Law and Politics). No.59 (2019. ) ,p.49- 99
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00069591-00000059-0049">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00069591-00000059-0049</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 従業員持株制度

——会社法上の問題点を中心に——

張 智 夫

- 一 はじめに
- 二 従業員持株制度の概要
  - (一) 従業員持株制度の仕組み
  - (二) 従業員の株式取得資金の拠出
  - (三) 従業員持株会の取得対象株式と取得方法
  - (四) 取得株式の議決権行使
- 三 日本版ESOPの概要
  - (一) 日本版ESOPの仕組み
  - (二) 日本版ESOP導入のメリット
- 四 従業員持株制度における法的問題点
  - (一) 自己株式に関する規制
  - (二) 仮装払込との関係
  - (三) 利益供与禁止規定との関係
- 五 スキーム導入のための第三者割当と不正発行
  - (一) 議決権行使の検討
  - (二) 従来の持株制度における議決権行使方法
- 六 非上場会社における従業員持株制度の問題点
  - (一) 日本版ESOPにおける議決権の行使
  - (二) 株式譲渡制限契約についての学説の検討
  - (三) 判例の傾向
- 七 日経新聞株式譲渡ルール事件
  - (一) 中国における従業員持株制度
  - (二) 中国における従業員持株制度の沿革および現状
  - (三) 上場企業における持株制度の概要
  - (四) 中国における従業員持株制度の問題点
- 八 おわりに

## 一 はじめに

従業員持株制度は、会社がその従業員に特別な便宜を与え、自社株を長期にわたって継続的に買い付け保有させることを経営方針として採用し、これを推進する制度であると定義される<sup>(1)</sup>。従業員持株制度の目的としては、会社の安定株主層の形成、従業員の愛社精神ないし生産性の向上、または従業員の財産形成を挙げることができる<sup>(2)</sup>。従業員持株制度は、昭和四三年頃に導入されて以来、数多く利用されている。現在では、上場会社の約九割が、証券会社または信託銀行や信託会社（以下「信託業者」という）の管理のもとで、従業員持株制度を採用している<sup>(3)</sup>。従業員持株制度の導入をめぐるのは、会社法、金融商品取引法、税法などの規制との関係で、複数の問題点が存在している。他方、中国では、二〇一四年に中国版E S O Pを導入して以来、上場会社において従業員持株制度が推進されている。ただし、それに応じた法制度はまだ整備されていない。本稿では、日本の従業員持株制度の仕組みと会社法の間接関係を中心に、その法的問題点を検討したい。最後に、中国の従業員持株制度の現状を紹介し、その問題点を検討する。

本稿の構成は、以下のとおりである。二では、伝統的な従業員持株制度の仕組みを紹介する。三では、平成二〇年に導入された日本版E S O P制度を紹介する。四では、従業員持株制度における会社法上の問題点を検討する。そこでは、主として学説と二つの裁判例<sup>(4)</sup>を中心に検討を行う。五では、従業員持株会における議決権の行使について検討を行う。六では、非公開会社における従業員持株制度の特殊な問題点を検討し、最高裁の判決を紹介する。七では、二〇一四年に中国で公表された、「上場会社における従業員持株制度ガイドライン」を中心に、中国版E S O P制度を紹介する。また、これまでの中国における従業員持株制度の問題点も検討し、意見を述べたい。

## 二 従業員持株制度の概要

### (一) 従業員持株制度の仕組み

日本の従業員持株会は、会社の従業員（従業員持株制度導入会社〔以下「導入会社」という〕の子会社等<sup>(5)</sup>の従業員を含む）が、導入会社の株式（以下「対象株式」という）取得を目的として運営する組織である。<sup>(6)</sup> また、その管理事務の委託先によって、証券会社方式のものと信託業者方式のものがある。

証券会社方式には、さらに、全員会員方式（間接投資方式）と、少数会員方式（直接投資方式）の二つの方式がある。全員会員方式は、参加従業員全員が組合員となり、出資した資金と取得した株式は組合財産となり、各会員が持分を有する方式である。<sup>(7)</sup> 少数会員方式は、管理職の職にある一部の従業員を会員とする持株会を設置し、持株会の会員ではない多くの従業員の拠出は、持株会に対する出資とはならないから積立金とよばれている。取得した株式は各参加者の共有財産となり、積立金の拠出額に応じて各人の持分計算がされ、各人はその持分を管理の目的で持株会に信託する。いずれの方式でも、会員総会、理事会、理事長などの機関を設置する。<sup>(8)</sup> これに対して、信託業者方式は、参加従業員全体で持株会が形成され、その代表者（理事長）が参加従業員の代理人となつて信託業者と自社株投資の管理について信託契約を締結する。<sup>(9)</sup>

### (二) 従業員の株式取得資金の拠出

会員または参加従業員（以下「会員」という）は、株式取得資金を持株会に拠出する。そして、拠出金または積立金

（以下「拠出金」という）と、会社から支給される奨励金とを合わせて、株式買付資金とし、持株会が株式を買い付ける。<sup>(10)</sup> また、拠出金には、定時拠出金と臨時拠出金の二つがある。定時拠出金は、規約の定めにより、会員があらかじめ申し込んだ金額であり、毎月の給与および賞与から天引きされる。臨時拠出金は、規約等の定めにより臨時に拠出するものであるが、拠出は任意であるから、原則としてこれを強制できない。<sup>(11)</sup>

奨励金は、従業員が持株会を通じて自社株式を取得するに際し、導入会社が、会員に対し一定額の金銭を給付してそれを奨励するものである。奨励金は、福利厚生の性質をもつ給与であり、導入会社は、持株会の会員に対し、福利厚生制度の一環として認められる範囲内において、会員の拠出金に対して一定比率を乗じた額の奨励金を付与することができる。奨励金は従業員に対して、その資格に基づき支給されるのである。一般的な見解によると、奨励金を支給することは、従業員の株主としての地位に基づいて支払われるものではなく、従業員という地位に基づいてなされるものであるから、株主平等原則には抵触しないと考えられる。<sup>(12)</sup> さらに、奨励金の支給は、従業員の持株制度への参加を促進するとともに、自社株投資に伴うリスク回避の機能も有していることから、持株制度の促進のために必要不可欠であるとされる。<sup>(13)</sup> もっとも、奨励金の支給が、株主権行使に関するものではなく、福利厚生の一環としてなされたものであることを明確にするために、従業員ないし持株会の理事長の議決権行使は、経営陣から独立しなければならない。<sup>(14)</sup> 東京証券取引所の調査によると、上場会社における制度導入会社のうち、奨励金については全体の九六・六％にあたる三〇三六社において支給されている。また、拠出金一〇〇〇円あたりの奨励金の支給状況は、四〇〜六〇円を支給している会社が最も多い。<sup>(15)</sup>

### （三） 従業員持株会の取得対象株式と取得方法

従業員持株会の取得対象株式は、導入会社が発行する株式のうち、規約に定めた株式とする。ただし、二種類以上

の株式の取得はできないものとする<sup>(16)</sup>（非上場会社においては、当該非上場会社と密接な関係を有する上場会社の株式を取得することが認められる）。取得方法として、株式の買付け、新株発行および自己株式の取得の三つの方法がある。

まず、上場株式の買付けは、従業員が、月掛投資方式により拠出した資金を一括して、ドル・コスト平均法により行う。ドル・コスト平均法というのは、一定額の資金で、毎月、定時に買い付ける方法である。資金が一定しているから、株価により毎月の買付株式数が増減があるが、一定期間を通じれば、平均値で取得することになるから、株価変動の影響を最小限に食い止めることができる。また、この方法によれば、持株会による株式取得が、インサイダー取引規制の適用除外となるという意味もある。非上場株式の買付けは、定時・定額買付けではなく、株式の供給が行われる都度これを行う。すなわち、処分する株式が現れた場合に、株式を買い受けるから、随時・一括取得ということになる<sup>(17)</sup>。

また、対象株式の取得方法として、第三者割当ての新株発行という方法がある。もつとも、従業員を対象とする第三者割当ての新株の発行は、少なくとも資金の調達を直接の目的とするものではないから、発行済株式数を増加させることにより、既存株主の株式持分を希釈化させ、既存の株主に経済的に損失を与える。そのため、上場会社より、非上場会社、特に中小規模会社の従業員持株制度において、新株発行を採用することが多い<sup>(18)</sup>。

自己株式の取得方式は、会社が株価の安いときに市場で自己株式を買い付けて金庫株として保有し、適時従業員に譲渡するという方法である。この方法によると、従業員は安く株式を取得できる。ただし、会社が保有する自己株式を従業員に譲渡する場合、募集株式の発行手続によらなければならない（会社法一九九条）。従業員に譲渡するための自己株式の処分であっても、その都度、取締役会の決議および公告をしなければならない。また、特に有利な価格の場合、株主総会の特別決議を必要とするなど、煩雑な手続きを要するから、会社が保有する金庫株を毎月従業員持株会に譲渡することは、現実に困難な状況である<sup>(19)</sup>。

#### （四）取得株式の議決権行使

従業員持株会が取得した対象株式は、理事長名義とし、会員または参加従業員を共同委託者兼共同受益者、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。形式的な株主は理事長であり、議決権の行使も理事長が行う。また、持株会理事長による議決権行使は、会社の意向に従い、経営者を支持する方向でなされるのが一般的であり、会員が持株会から持分（持株）を引き出して、他に譲渡することは少ないので、持株会は経営者にとって、最も頼りにできる安定株主である。<sup>(20)</sup>

その反面、対象株式について、議決権行使の独立性を確保することが必要である。具体的には、議決権が認められる株式数（株式持分）を有する従業員から特別の指示があった場合は、理事長は議決権を不統一行使することになる。また、そのために、従業員が自由に特別の指示をする状況を確認しなければならぬ。<sup>(21)</sup> そうしないと、従業員の福利・厚生を目的とする従業員持株制度の趣旨に反するもの、あるいは経営者が自己の地位保全のために、安定株主の確保を目的として、会社資金を使って従業員持株制度を導入し、制度を運営していると認められる場合は、取締役の任務懈怠の責任が生じ、奨励金の支給との関係で違法な利益供与と認定される可能性がある。<sup>(22)</sup>

### 三 日本版ESOPの概要

#### （一）日本版ESOPの仕組み

日本版ESOPとは、平成二〇年に経済産業省に設置された検討会が公表した「新たな自社株式保有スキームに関

する報告書」(以下「報告書」という)によると

信託や中間法人といったピークル(筆者注:以下「ピークル」という)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して取得し、当該株式を一定期間保有したあとに従業員(従業員持株会や退職者の場合もある)に付与する新たな自社株式保有スキーム

である。<sup>(23)</sup> 日本版ESOPには、大別して二つの類型がある。

一つは、従業員持株会連携型ESOPである。この類型は、新たに運営主体となる専用のピークルを設け、それが一括して導入企業の株式を取得し、それが保有する株式を従業員持株会に供給する方式である。<sup>(24)</sup> ピークルとして、「信託」と「一般社団法人」<sup>(25)</sup>の二つの選択肢がある。導入企業の多くが利用している「信託」を用いた場合の制度の概要は、以下の通りである。

①導入企業は、信託業者に対して金銭の信託を行い、信託を設定する。②信託業者は、銀行から資金の借入を行う。かかる借入の元利金の支払いに関しては、導入企業が保証する。③信託業者は、借入金を原資として、導入企業または市場から導入企業株式を購入する。④信託業者は、信託期間中、③によって取得した株式を、定期的に実価によって従業員持株会に売却する。⑤信託業者は、従業員持株会から受領した株式の売却金や導入企業株式の配当を原資として、②の借入の元利金の支払いを行う。<sup>(26)</sup> また、株価の値下りなどを理由として、元利金の支払原資が不足し、信託終了時に借入の債務が残存している場合は、導入企業が保証を履行する。これに対して、信託終了時に信託財産に残余がある場合は、一定の要件を満たす導入企業の従業員を受益者として、信託財産が分配される。<sup>(27)</sup>

もう一つは、株式給付型ESOPである。この類型は、ピークルを通じて従業員に自社株式を給付するもので、自



社株式を活用して従業員に対する報酬制度の拡充を図る目的を有するものである。<sup>(28)</sup> ビークルとしては、通常は信託を利用する。具体的には、以下の二つのタイプがある。①導入企業が取得資金を直接ビークルに拠出する方式で、信託を受けた信託業者がそれにより将来分も含めて株式を一括取得し、一定の要件を充たす従業員に無償で交付する方式。②導入企業からの直接の資金拠出ではなく、導入企業が取得条項を発動し、ビークルの新株予約権を取得して、その対価として自己株式を無償交付するという方式。<sup>(29)</sup> その制度の対象を、一般的に管理職に限定している企業が多いが、最近では、一般社員または非正規社員に対する報奨制度を設ける企業も出てきた。<sup>(30)</sup>

現在、日本版ESOPの導入企業が何社あるのかについての公式データはないが、税務研究会の調査によれば、上場企業の二〇一五年三月末決算に係る有価証券報告書を調査した結果、日本版ESOP導入社数と件数は一七九社、一七九件であった（前年度から、それぞれ二三社、二四件増加）。制度設計（スキーム）は、一七九件中「従業員持株会連携型」が一四件（約六割）を占めている。<sup>(31)</sup>

## （二）日本版ESOP導入のメリット

従来の従業員持株会には、従業員の愛社精神ないし生産性の向上、または従業員の財産形成という利点があるとされる。この点は、従業員持株会連携型ESOPも同様である。これに対して、株式給付型ESOPの場合、従業員は拠出金なしに自社株式保有者となり、勤務先企業の成長が各従業員の利潤につながる構図がよりはっきりするため、仕事へのモチベーションを引き出すことができる。このように、日本版ESOPは、従業員の金銭的利益と株主の利益との連動性を高めるだけでなく、従業員の貢献に報い、従業員の企業へ帰属意識の高揚や経営参画意識の向上につながる<sup>(32)</sup>とされている。

また、従来の従業員持株会においては、インサイダー取引規制のため、株式の買い付けは、基本的に毎月一定の日

に機械的に行われなければならなかった。そのため、持株会による買い付けが当該企業の株価の定期的な変動要因になり、それを見越した売買が投資家によって行われた。その結果、買い付け指定日には株価が上昇し、持株会による取得コストがかさみがちであって、株式の流動性が低い企業の場合、予定した株数の買い付けを行うことができなくなるなどの問題点があった。<sup>(33)</sup> 日本版E S O Pの場合、対象株式は信託などのビークルが一括取得し、一定の信託期間をかけて時価で持株会に譲渡していく仕組みである。この場合、マーケットインパクトが生じることなく、株式取得コストを軽減することができ、株式の流動性が低い企業であっても、予定した株数の買い付けを行うことが可能となる。<sup>(34)</sup>

#### 四 従業員持株制度における法的問題点

##### (一) 自己株式に関する規制

第三者の名義による会社の株式の取得であっても、それが導入会社の計算によりなされているのであれば、自己株式の取得として、取得手続規制や取得財源による制限（会社法一五六条以下、四六一条）を受けると解されている。<sup>(35)</sup> 伝統的な従業員持株制度の場合、会社が奨励金の付与や運営費用の補充を行うことが従業員の生産性や勤労意欲を向上させるため、会社およびその一般株主にとつても利益であるので、そのような財政的援助を会社が行つても、対象株式の取得は自己株式取得規制に服さないという見解が多数説である。<sup>(36)</sup>

日本版E S O Pを導入するとき、ビークルが導入企業株式を第三者から取得する場合、導入企業が他人名義で自己株式を取得すると解される可能性がある。そうすると、日本版E S O Pによる取得株式は、議決権行使の禁止や剰余

金の配当が受けられないから、日本版E S O P導入の意義が著しく減殺されてしまうことになる。そこで、信託による対象株式の取得が、導入会社の計算によるものとして、自己株式に関する規制の適用を受けることになるのか否かということが論点となる<sup>(37)</sup>。

株式の取得が導入会社の計算によるか否かは、ピークルが取得資金をどこから得たか、取得にかかる意思決定の所在、取得株式に対する支配等を総合的に見て判断されるものと考えられている<sup>(38)</sup>。株式の取得が、福利厚生の一環としてなされたものであることを明確にするために、まず、取得資金については、導入会社が従業員の福利厚生や勤労意欲の向上を図るための負担としてその額が合理的な範囲にとどまることが求められる。例えば、導入企業がピークルから債務保証に対する保証料を受受する場合、保証料の金額は保証内容に應じる経済的合理性に見合った金額でなければならぬ。さらに、その金額の判断は、客観的な第三者専門家に依頼すべきという見解がある<sup>(39)</sup>。また、取得にかかる意思決定の所在および取得株式に対する支配の問題について、ピークルが保有する対象株式に対して導入企業の支配が及ばないことが要求される。そのため、議決権の行使などピークルに帰属する対象株式の権限行使が、導入会社から完全に独立しなければならぬ<sup>(40)</sup>。さらに、対象株式の配当や対象株式の株価の上昇による利益が導入企業に帰属しないようにすることが重要である<sup>(41)</sup>。

## (二) 仮装払込との関係

募集株式の発行の際の払込資金の出所が会社自身である場合には、「仮装払込」であり、この場合、有効な払込はないと解されている<sup>(42)</sup>。そのような場合、募集株式の発行等の引受人は、払込みを仮装した払込金額を支払わなければならない（会社法二二三条の二第一項一号）。また、募集株式の発行等の引受人は、その支払がされた後でなければ、出資の履行を仮装した募集株式について、株主の権利を行使することができない（会社法二〇九条三項）。そして、

ビークルが株式を取得する手段として、導入会社から募集株式の発行等により株式を取得する場合、その払込資金の出所が導入企業であるということになれば、それは仮装払込と評価される可能性がある。これについては、取締役会決議や株主総会決議を経て金銭を確定的に拠出していれば、当該金銭は従業員の福利厚生費として信託に帰属し、その金銭が株式払込金として導入企業に払い込まれるのであるから、払込みの実質があり有効であるとの見解が示されている。<sup>(43)</sup>

(三) 利益供与禁止規定との関係

会社法一二〇条一項は、

株式会社は、何人に対しても、株主の権利、当該株式会社に係る適格旧株主（第八四七条の二第九項に規定する適格旧株主をいう）の権利又は当該株式会社の最終完全親会社等（第八四七条の三第一項に規定する最終完全親会社等をいう）の株主の権利の行使に関し、財産上の利益の供与（当該株式会社又はその子会社の計算においてするものに限る）をしてはならない。

また同条二項は、

株式会社が特定の株主に対して無償で財産上の利益の供与をしたときは、当該株式会社は、株主の権利の行使に関し、財産上の利益の供与をしたものと推定する。株式会社が特定の株主に対して有償で財産上の利益の供与をした場合において、当該株式会社又はその子会社の受けた利益が当該財産上の利益に比して著しく少ないときも、

同様とする。

と規定している。

前述のように、従業員持株制度を導入する時、株式取得資金として、企業から奨励金を支給することが多い。この場合は、会社法による利益供与禁止規定に違反するか否かが問題になる。

それについて、奨励金の支給が従業員の財産形成等の福利厚生が主要目的であることが立証されれば、「株主の権利の行使に関し」てなされたことの推定が覆り、利益供与禁止規定に反することにならないと判断した裁判例がある。例えば、福井地判昭和六〇年三月二十九日金融・商事判例七二〇号四〇頁（熊谷組事件）は、①従業員が持株会への入退会をするにつき特段の制約はないこと、②取得した株式の議決権の行使について、各会員の独立性が確保されており、さらに、持株会の役員の選出方法を含め熊谷組の取締役らの意思を持株会会員の有する株式の議決権行使に反映させる方法は制度上ないこと、③会員は、保有株式数が一定限度を超えた場合にはその超えた株式を自由に処分することもできること、④奨励金の額又は割合は、持株会規約等の趣旨ないし目的以外の何らかの他の目的を有するほどのものではないことを認定した。それに、熊谷組が持株会会員に対してなす奨励金の支払いは、従業員に対する福利厚生の一環等の目的をもってしたものと同様に認め、株主の権利の行使に関してなしたものと推定は覆えるとした（また、従業員持株制度と株主平等原則の関係について、本事件は「奨励金は株主たる地位に基づき支給するものでなく、熊谷組の従業員等の地位に基づき支給するものというべきであるから」、奨励金の支出は株主平等の原則に反しないと判断した）。もつとも、持株会会員の議決権行使に関して実態上会社からの独立性に疑問を呈する見解があり、議決権等の行使に対する取締役らの影響を排除しない場合、利益供与禁止規定に違反する可能性は残されているという指摘もあつた。<sup>(45)</sup>そして、持株会の制度・運営上、議決権の行使に対して会社が影響力を行使し得るか否かが、奨励金付与の主要な目的が従業員の財

産形成にあるか否かの判断に重要な影響を与えると解するのが多数説である。<sup>(46)</sup>

日本版ESOPの場合は、導入企業による従業員持株信託への財産の拠出は、従業員持株信託が導入企業の株式を取得することを前提としてなされるものであるから、「株主の権利行使」に関してなされたものと見なされる可能性がある。<sup>(47)</sup> そのため、従来の持株制度のように、従業員の財産形成等の福利厚生が主要目的であることが必要である。さらに、会社による資金提供が、従業員持株会に対する奨励金という形でも行われているなら、ビークルによる借入金への保証とあわせて、適正な金額の水準であるかの検討も必要となってくる。<sup>(48)</sup> また、導入企業が保証契約により負担するリスクに応じた適正な額の保証料を従業員持株信託から徴収しない場合には、会社法一二〇条一項という「財産上の利益」を供与するものと解されるとの指摘もある。<sup>(49)</sup>

#### (四) スキーム導入のための第三者割当と不公正発行

##### 1 問題の所在

従業員持株会が保有する株式の議決権について、経営陣による支配がおよび、また、そうでなくとも、従業員は経営陣に好意的な議決権行使をすると予想されることから、これが支配権維持の手段として利用される危険がある。<sup>(50)</sup> また、対象株式を取得する手段として、導入会社がビークルに対して募集株式を割り当てることによつて、支配権の変動を不当に生じさせる場合もあり、これは、「著しく不公正な方法により行われる場合」に該当し、募集株式の発行等の差止め(会社法二〇条二項)の対象となり得る。<sup>(51)</sup> この問題については、平成二四年ダイヤ通商事件がある。

##### 2 ダイヤ通商事件の概要

東京高決平成二四年七月二二日金融・商事判例一四〇〇号五二頁(新株発行差止仮処分命令申立事件。以下、同事件を「本件」という)は、日本版ESOP導入のため、Y社(相手方)が行った第三者割当方式による新株発行が、著しく不

公正な方法による新株発行（会社法二〇条二号）に該当するか否かが争われた事件である。

Y社は、JASDAQ市場に株式を上場している株式会社であり、取締役会および監査役会を設置している。平成二四年六月一日当時、Y社の発行済株式総数は七五万二〇〇〇株、総株主の議決権数は七四九〇個であった。X（抗告人）は、本件申立て当時、Y社の株式を一五八万四四〇〇株（議決権数一五八四個、総株主の議決権数に占める割合二・二四％）を有する筆頭株主であり、昭和五七年六月二十九日から平成二二年一月三十一日まではY社の代表取締役を務め、同日に取締役および代表取締役を退任した後は、相談役として取締役会に出席している。Z<sub>1</sub>（参加人）は、平成二二年二月一日以降、Y社の代表取締役を務めている者である。本件申立て当時、Y社の取締役会は、Z<sub>1</sub>、常勤取締役であるA、社外取締役であるBの三名で構成されていた。

Z<sub>1</sub>は、日本版ESOPに関心を持ち、平成二三年六月下旬頃から、その導入に向け、弁護士や公認会計士を交えた検討を開始した。同年一二月頃には、Y社が導入するESOPの内容が確定し、その導入に向けた準備が整った（以下、これを「本件スキーム」という）。Z<sub>1</sub>は、平成二四年一月頃までには、本件スキームの導入の準備を整えたものの、当時、Y社の株価は高値で推移しており、導入のメリットが減殺されるため、株価が下落するまでその導入を見送ることとした。なお、Z<sub>1</sub>は、本件スキームの検討を、AおよびY社の従業員の一部のみとの間で行い、Bや監査役らには、その検討内容を伝えることはしなかった。そこで検討されたスキームの概要は、特別目的事業体（SPV: Special Purpose Vehicle）として設立されたZ<sub>2</sub>（当事者参加人、Y社持株会支援会）が、Y社による連帯保証のもと、金融機関から資金を借り入れ、この資金でY社が発行する株式を取得し、Y社の従業員持株会がZ<sub>2</sub>から毎月一定額の株式を時価で買い付け、Z<sub>2</sub>はその譲渡代金で金融機関に借入金の返済を行うというものである。なお、Z<sub>2</sub>は、Y社の株式に係る議決権を行使する場合には、持株会の議決権行使結果を比例的に実現する態様において行使するものとされ、Y社およびその役員は、持株会およびZ<sub>2</sub>による議決権等の行使に係る意思決定を行う法的権限を有さず、事実上もこれを行

つてはならず、他の一般株主に対する情報提供の範囲を超えて影響力を行使することはできないものとされた。

平成二四年四月、Xは、Z<sub>1</sub>がAと結託して第三者割当増資を実施するなどして、会社支配権を奪取するのではないかと危惧し、Z<sub>1</sub>を牽制するため、同年六月に開催予定の定時株主総会（以下「本件定時総会」という）について、取締役一名を増員し、Cを取締役候補者とする旨の株主提案をした。Z<sub>1</sub>とXが協議した結果、同年四月一七日に開催された取締役会において、Xの株主提案と同内容の会社提案を本件定時総会に上程することが決議され、Xは上記株主提案を撤回した。その後、Z<sub>1</sub>は、Y社内部監査室の報告に基づき、Cを取締役の候補者として提案することは好ましくないとして、同年五月一四日、Xに対し、Cに代わる取締役候補者の推薦を依頼した。しかしながら、Xはこれに応じなかった。

Z<sub>1</sub>は、平成二四年六月頃、Y社の株価が下落し、本件スキームを導入する環境が整ったと考えたことから、同月三日の取締役会において、発行新株数を六九万株、一株当たりの払込金額を七二円、払込期日を平成二四年七月二日とする本件スキームの導入を提案した。これに対し、B取締役および監査役らが、本件スキームは経営陣の保身ではないかなどとして、これに強硬に反対したことから、Z<sub>1</sub>は、同日の取締役会における採決を見送った。Y社の取締役および監査役らは、同月一五日にも再度本件スキームの導入について協議したが、やはりB取締役および監査役らは、これに強く反対した。

Z<sub>1</sub>は、本件定時総会の前日である平成二四年六月二七日に開催された取締役会（以下「本件取締役会」という）において、B取締役と監査役らの反対があつたものの、A取締役の賛成を得て、Cを取締役候補者とする会社提案を撤回することを決議するとともに、発行新株数を六七万株、一株当たりの払込金額を七四円、払込期日を同年七月一三日とし、これをすべてZ<sub>2</sub>に割り当てる新株発行（以下「本件新株発行」という）に係る決議（以下「本件取締役会決議」という）をした。本件新株発行後のXの持株比率は、二〇・九八%から一九・二五%となる。



Xは、本件新株発行は、会社法二一〇条二号所定の著しく不公正な方法によるものとして、本件新株発行を仮に差し止めるよう求めた。Z<sub>1</sub>は、Y社のために補助参加した。Z<sub>2</sub>は、独立当事者参加人として、Y社に対して本件新株発行を仮にするよう求める旨を申し立てた。

### 3 第一審の判断

第一審（東京地決平成二四年七月九日金融・商事判例一四〇〇号四五頁。以下、同決定を「原決定」という）は、会社の経営支配権につき争いがある状況の下で、Xの持株比率に一定の不利益を与える新株発行がされるものの、本件新株発行がXの影響力低下を主要な目的として行われたものであるとの疎明はないとして、各申立てを却下した。

その理由は、以下の通りである。①本件新株発行を含む本件スキームは、XとZ<sub>1</sub>との間の確執が表面化する前である平成二三年六月頃から弁護士や公認会計士を交えた検討が重ねられ、平成二四年一月頃までにはその導入のための準備が整っていたというのであるから、本件スキーム自体が、Xの影響力を低下させることを目的として導入されたことと見ることはできない。②本件スキームは、Y社から独立性を有する参加人持株会支援会が株式を一括して取得し、その議決権を従業員の意味決定にかからしめ、参加人持株会支援会の解散時にはその残余財産を持株会ひいては従業員に帰属させるというものであるが、議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないような配慮もされているなど、経産省の検討会の報告書の内容におおむね沿ったものとなっており、株価および業績向上への従業員の意欲や士気の向上ならびに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上等を図るといふ導入目的に適合するものである。③本件新株発行によるXの持株比率の低下は、二〇・九八%から一九・二五%に低下する程度のものにすぎないところ、従来の株主総会における議決権の行使割合や、Xが影響力を及ぼすことのできる株式数についての疎明はなく、上記の持株比率の低下が、Xの株主としての権利の行使に具体的にどのような影響を与えるのかは明らかではない。前記のとおり参加人持株会支援会の株式の議決権は従業員の意思に基づいて行われることとされており、これに参加

人Z1の意思が当然に反映されるものでもない。そうすると、本件新株発行は、XのY社に対する影響力を低下させるものではあるが、これに決定的な打撃を与えるものであるとまでは認められず、これによりXが受ける不利益が重大であるとはいえない。④本件新株発行は、これが最初に取締役に提案された平成二四年六月一三日の時点で、本件定時総会の後に払込期日が設定されていたことからすると、これが本件定時総会におけるXの議決権に影響を与えることを狙って行われたものでないことは明らかであるから、本件取締役会決議が本件定時総会の直前に強行されたことをもって、直ちに、その目的がXの影響力を低下させることにあつたと推認することはできない。

#### 4 第二審の判断

Xは、本件新株発行がXの影響力を低下させることを主要な目的として行われたものであることについて、原決定に事実誤認があるとして抗告した（以下、第二審の決定を「本件決定」という）。第二審は、以下の理由で、抗告を棄却した。①既に認定した通り、本件スキームの検討は、平成二三年六月頃から始められ、弁護士、公認会計士等と協議し、経済産業省の検討会報告書を参考にしつつ検討が進められ、その導入は、従業員の意欲や士気を高めること、従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ることを主たる目的とされたことが認められる。②本件新株発行によるY社株主間の保有比率等の変動は著しいものとはいえないから、Xの主張するような多大な影響を直ちに生じるものとは認め難く、Y社における株主の分布、保有比率等に照らすと、Xが今後の株主総会において状況に応じて過半数を確保することが著しく困難になるといえることはできない。③確かに、取締役会および株主総会における議事進行には、対立両派の動向を反映した強硬あるいは強引な点も認められるところである。しかし、本件新株発行の趣旨目的等は、取締役会の議決方式を経てその発行が決定されたものであるから、上記事情が直ちに本件新株発行がXの影響力を低下させるためになされたことを推知させるものとはいえない。④Y社は、平成二四年度中に経営するサイクルショップを三店舗出店する予定であり、平成二四年三月一九日には第一号店の出店計画が稟議にかけ

られ、決裁が終了しており、本件新株発行に伴う調達資金は、この資金需要に応じるものであることが認められると  
いふべきである。

## 5 本件決定の判断枠組み

新株発行が「著しく不公正な方法により行われる場合」に該当するか否かについて、従来の裁判例では、従前の株  
主の持株比率に重大な影響を及ぼすような新株発行が行われた場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下さ  
せ、現経営陣の支配権維持を主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行を不公正とする判断枠組みで  
ある「主要目的ルール」が採用されていた<sup>(52)</sup>。また、近時の裁判例においては、具体的に判断するとき、資金調達の必  
要性を中心に、新株発行の前提となる事業計画や提携計画等を踏まえ、それらの合理性について詳細な分析・検討を  
行っている<sup>(53)</sup>と見られる。本件決定は、前述の判断枠組みのように、本件スキームの背景・目的、新株発行の時点、従  
来の株主への影響などの点を総合的に考えている。ただし、本件でSPVに対してなされた新株発行には、伝統的な  
資金調達目的の以外に、従業員のインセンティブの向上や財産形成といった目的があったという特殊性がある。

本件の争点として、①会社の支配権について争いがあること、②発行する新株の数が持株比率に重大な影響を及ぼ  
すこと、および③当該発行の主要な目的が現経営陣の支配権維持にあることがある。本件決定は、①について、Xが  
Cを取締役の候補者とする旨の株主提案をしてから、Z<sub>1</sub>が同旨の会社提案を撤回するまでの経緯から、Y社の支配権  
をめぐる争いがあることを認めた。②について、本件新株発行によりZ<sub>2</sub>はY社の第二位の大株主になり、XがY社の  
株主総会において過半数を占めるに当たって一定の障害になり得るものであることを認めた。さらに、「本件新株発  
行は、Y社の経営支配権につき争いがある中で、従来の株主の持株比率に影響を及ぼすような数の新株が発行され、  
これが第三者に割り当てられる場合であると認められる」とした。しかし、③については、「本件新株発行がXの影  
響力を低下させることを主要な目的として行われたものであることの疎明があるとはいえないから、Xの本件申立て

は理由がない」とした。

本件決定は、③について原決定の判断を是認した、その理由は、以下の通りである。(a)本件スキームに関する検討は、XとZ1の間の確執が表面化する前に行われ、弁護士、公認会計士等と協議し、経済産業省の検討会報告書を参考にしつつ検討が進められた。(b)Z2の株式の議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないような配慮がされ、議決権の行使は従業員の意思に基づいて行われることとされていた。(c)本件取締役会決議がされた当時のY社の株価は、比較的低い水準にあり、その時点において本件スキームを導入することは、一定の合理性があった。(d)本件新株発行によるXの持株比率の低下が、Xの株主としての権利の行使に具体的にとどのような影響を与えるのかは明らかではない。本件決定は、(a)(b)(c)の理由から、本件新株発行の主要な目的は現経営陣の支配権維持ではないと判断しており、また、(d)の理由から、本件新株発行がXの持株比率に及ぼす影響は重大ではないと判断しているものと考えられる。<sup>(54)</sup>

## 6 本事件の意義

この事件に鑑みると、スキーム導入のための第三者割当が著しく不公正な方法による新株発行に該当するか否かを判断するにあたっては、以下の点について検討を要する。

まず、スキーム自体について、今回の裁判所は「本件スキームの検討は……弁護士、公認会計士等と協議し、経済産業省の検討会報告書を参考にしつつ検討が進められ」と認定した。また、「議決権の行使に会社経営陣の不当な支配が及ばないよう協定条項が定められる等の配慮がされ、参加人持株会支援会の解散時期についても検討されるなど」を理由として、本件スキームは導入目的に適合した制度設計がされているものと判断した。しかし、ESOPの趣旨が従業員に対する福利厚生にある旨を明確にしなければ、「報告書」を参考にしたことをもって、SPV等への第三者割当てが不公正発行に該当しないという重要な根拠にはならないという指摘がある。<sup>(55)</sup> それに対して、反対の意見として、議決権の行使の独立性が確保されれば、スキーム自体が従業員の財産形成といった目的に合致する制度で

あるかとはかく、それを少なくとも現経営者の支配権の維持・確保のために機能させるのは極めて困難であり、そのための新株発行の不正性を推認させるものとは評価し難いという意見がある<sup>(56)</sup>。また、Y社において本当に日本版ESOPの導入が必要であったかどうかについて、詳しく検討すべきという指摘がある<sup>(57)</sup>。

以上は、日本版ESOPを導入するとき、そのスキームの合理性について、どう判断すべきかという問題である。今回の裁判所は、経産省報告書の内容に沿った点を重視したが、日本版ESOPを導入する際には、通常、経産省報告書を参考にして進められるので、それはあまり意味ある前提ではないと見られる<sup>(58)</sup>。実際に判断するときには、経産省報告書の内容だけではなく、さらに、具体的に詳細に検討すべきだと思われる。もつとも、裁判所はどのように判断すべきかという懸念がある<sup>(59)</sup>。それについて、一定の支配権変動を伴うESOPの導入については、その具体的なスキームの内容次第で株主総会を必要とするなどといったソフト・ローとしてのガイドライン等の創設や、場合によっては立法上の手当てでも検討されていくべきだという意見がある<sup>(60)</sup>。さらに、支配権の争いがある場合、第三者割当ての新株発行の方式より、上場株式の買付けの方式を勧めるといふことも考えられる。そうすると、日本版ESOPの導入の趣旨は、真に従業員の利益やガバナンスの向上などを保証できると思う。

また、スキーム自体は合理性の問題がなくても、その新株発行は支配権の維持が目的であると見られる事情があれば、新株発行は「著しく不正な方法により行われる場合」と判断される可能性が高い。例えば、既存株主の持株比率に重大な影響を及ぼす場合、その新株発行は不合理であると判断される可能性がある。また、仮に支配権争いが顕在化した後に本件スキームの導入の検討が開始されたのであれば、本件スキームの導入の目的やその時期の合理性がより厳しく判断されることになったと考えられる<sup>(61)</sup>。このような問題が存在するか否かは、スキームを導入する際に注意すべきであろう。

最後に、資金調達の実効性は重視すべきではなからう。従業員持株制度は、従業員の財産形成等の福利厚生を主要

目的として導入される。一般的に日本版E S O P導入の際に、導入企業が調達できることになる資金については、運転資金に充当することとされることが多いため、具体的な資金調達の目的を要求すると、スキーム自体に違和感を覚えるという指摘がある。<sup>(62)</sup>

## 五 議決権行使の検討

以上に述べてきたところから、従業員持株制度の適法性を判断する際に、対象株式の議決権行使の方法が重要な問題であることが分かる。議決権行使の独立性を確保しないと、既存の株式の利益を侵害し、奨励金の支給は違法な利益供与の問題を生じさせ、従業員持株制度自体が違法な制度になるかもしれない。本章では、議決権行使について、さらに検討しようと思う。

### (一) 従来の持株制度における議決権行使方法

対象株式に関して、「持株制度に関するガイドライン」（以下「ガイドライン」という）二章一二項「取得株式の管理等」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。<sup>(63)</sup> また、対象株式の議決権行使については、「株主総会における議決権は、理事長が行使するが、各会員は総会ごとと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」とする。<sup>(64)</sup> 「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。

実務では、対象株式の議決権行使について、通常「ガイドライン」のように、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と規定される。しかし、多くの場合、実際各従業員は特別の指示をするのではなく、理事長は経営者側の提案に賛成するという方向で議決権を行使する<sup>(65)</sup>。また、会員が自ら議決権を行使するためには、自己の氏名を明らかにして、上司である理事長に特別を指示する。このように、その議決権行使は、制度上の仕組みそのものからして、すでに取締役らの影響を受けざるをえないと思われるという指摘もある<sup>(66)</sup>。そのような状況に鑑みると、理事長は経営陣から影響を受けない人物を選任すること、また対象株式の議決権の行使の特別の指示は、匿名の方式で行うことも要求すべきと思う。すなわち、以下に紹介する日本版ESOPにおける議決権の行使の場合にも同じような要求をすべきではないかと考える。

## (二) 日本版ESOPにおける議決権の行使

### 1 「報告書」における提案

「報告書」は、

議決権行使についての判断や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、ピークルが保有する株式に対する支配が導入企業にないことを明らかにする上で、特に重要であると考えられる

とした<sup>(67)</sup>。具体的には、

①従業員持株会を利用するスキームについては、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

また、受託者・中間法人が議決権行使を行う方法と、②従業員持株会を利用しないスキームについては、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

の二つの方法を提案した<sup>(68)</sup>。また、①について、

組合員たる従業員は自らの持分について不統一行使を指示できる仕組みが採られている場合には、(a)理事長の導入企業からの独立性が確保されていることや、(b)会社提案への反対を申し出た従業員がそのことをもって不利益に扱われない仕組みが講じられていることが、従業員持株会による議決権行使の独立性を確保する上で望ましいとした。②について、

具体的な議決権行使の方法を決定するにあたっては、受託者・中間法人に一定程度の裁量性が存することになると考えられる。したがって、取締役など、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信託管理人や中間法人の理事に就任することは、議決権行使の独立性の考え方から問題がある

とした<sup>(69)</sup>。さらに、

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を採用することも考えられる。この場合についても、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

とした。<sup>(70)</sup>

## 2 議決権の行使に関する論点

①の方法について、対象株式の議決権を行使する場合は、基本的に従業員持株会加入者による議決権行使の状況を「完全に」反映させることが必要と考える。例えば、多数決により、従業員持株会加入者のうち最も多数の者の議決権行使内容に従って信託の受託者が議決権行使を行うような場合には、導入企業の不当な支配が及ぶ可能性が考えられる。<sup>(71)</sup> また、②の方法について、導入企業から真に独立した信託管理人を選定することが可能であるかは懸念がある。また、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としても、かかるガイドラインは誰の視点によって策定するべきかが問題であるという指摘がある。<sup>(72)</sup>

## 六 非上場会社における従業員持株制度の問題点

### (一) 株式譲渡制限契約についての学説の検討

非公開会社における従業員持株制度は、契約によって譲渡を制限する場合が多い。とくに、譲渡価格を固定する点を批判する学説が多く見られる。伝統的な学説では、従業員持株制度における株式譲渡制限と平成一七年改正前商法（以下「旧商法」という）二〇四条一項の関係を中心に検討された。旧商法二〇四条一項は「株式ハ之ヲ他人ニ譲渡ス

コトヲ得但シ定款ヲ以テ取締役会ノ承認ヲ要スル旨ヲ定ムルコトヲ妨ゲズ」と規定した（この内容は、会社法に引き継がれている）。最も議論されるのは、株式譲渡の譲渡価格の事前固定という点である。

伝統的な学説では、株式譲渡制限契約を旧商法二〇四条一項（会社法一〇七条一項一号、一〇八条一項四号および一二七条）の規制対象とする説と、株式譲渡制限契約を民法九〇条の規制対象とする学説がある。

株式譲渡制限契約を旧商法二〇四条一項の規制対象とする説では、株式譲渡制限契約の当事者が会社であるか否かに関係なく、すべて同条の規制対象になるとする見解がある。上柳先生は、次のように述べる。

商法は、定款による譲渡制限について、方法および法的効果を画一的に決定し、法定のもの以外の方法をとることや法定の効果以外の効果をめざす譲渡制限を定款規定によって実現することを許容しない。商法が直接に規定しているのは定款による制限にあって、商法の規制は、契約という方法による譲渡制限を全面的に禁止するものでないのみならず、旧商法二〇四条一項但書および二〇四条ノ二ないし二〇四条ノ五が定めるような態様以外の態様の譲渡制限を契約によって行うことを全面的に禁止するものでもない。しかし、商法の規制は、単に定款による制限のみならず、契約による制限をも含む譲渡制限一般について、投下資本回収の機会を不当に奪ってはならないという理想を明らかにしており、契約による譲渡制限がこの理想と矛盾する場合には、その契約は無効と解しなければならぬ。<sup>(73)</sup>

また、会社が契約の当事者ではなく、その契約は株主相互間の契約、あるいは第三者と株主間の契約の場合は、契約自由の原則として有効であるが、会社が契約当事者であり、契約の脱法手段と認められる場合には、例外的に無効であるという見解がある。<sup>(74)</sup>

以上の観点に基づき、譲渡価格の事前固定の契約は会社法一二七条の脱法手段となりやすいので、その契約内容が株主の投下資本の回収を不当に妨げない合理的なものである場合を除き、原則として無効であるという意見がある。なぜなら、この場合は、株主はキャピタル・ゲインを取得することができず、取得価格を回収することしかできないのであって、これは実質的な投下資本の回収とは言い難いからである。<sup>(75)</sup>譲渡の固定は、また、従業員が長時間株式を保有し続けてきたような場合には、従業員持株制度の目的が達成され、従業員は株式投資の危険を負担し、その際の譲渡価格は企業成長を反映する公正な価格であるべきという議論がある。<sup>(76)</sup>さらに、会社事業の失敗によって、株式の価格がその固定価格よりも低下した場合にも、固定価格での譲渡を認めることは固定価格を下限とする企業リスクの限定になり投資の本質に反するのではないかという疑問もある。<sup>(77)</sup>

他方、株式譲渡制限契約を民法九〇条の規制対象とする学説がある。森本先生は、従業員持株制度の特殊性を考慮せず、このような譲渡制限契約は契約自由の原則に基づき有効であり、その内容が極めて不合理な場合には民法九〇条が定める公序良俗に違反するものとして無効になると主張した。具体的には、旧商法二〇四条一項但書が定める譲渡制限は、その会社のすべての株式についてその付加的属性となる譲渡制限制度であり、会社と株主との間の個別の合意に基づく相対的な譲渡制限契約には適用されないと説明した。<sup>(78)</sup>もともと、会社が当事者である場合には、契約締結に際しての力関係、バーゲニング・パワーの相違から果たして本当に合意したかどうかの事実認定は慎重にする必要があるとした。<sup>(79)</sup>

また、神崎先生は、従業員持株制度の特殊性を考慮し、契約の目的、内容および譲渡価格の公正性に鑑みると、民法九〇条に違反するか否かを判断すべきだと考えている。<sup>(80)</sup>さらに、従業員が企業利益の分配を受けるとするのは、従業員持株制度の趣旨のひとつであるとする。たとえば会社が契約当事者ではなく、当事者の持株会が会社から独立性を認められる場合でも、従業員に適当な利益を与えない限り、その譲渡制限契約は無効とすべきであるとされる。<sup>(81)</sup>

それに基づき、譲渡価格の事前固定の契約の有効性について、利益配当の実績から、株式譲渡契約の有効性を判断すべきという観点がある。なぜなら、収益のうちの前部分を利益配当の形で株主に配当をしていれば、従業員が株式を取得したときから、株式の価値はあまり大きく増大していない。このような場合にキャピタル・ゲインを獲得する機会が与えられなかったということは、それほど大きな意味はないと考える<sup>(82)</sup>。ただし、配当性向が一〇〇％という特殊な場合を除き、株主が利益配当によって享受できる利益は、会社が事業経営によって得る利益の一部にすぎず、このことは株式投資の本質に反すると言わねばならない。会社の当期利益の相当部分が利益配当として株主に分配されない限り、譲渡価格を固定する契約は公序良俗に反する無効なものとする<sup>(83)</sup>。

## (二) 判例の傾向

従業員持株制度における譲渡価格の事前固定について、学説の考えと違い、裁判例は、このような株式譲渡制限契約が有効であると判示するものが多い。例えば、①東京地判昭和四八年二月二三日（判例時報六七六号八七頁）、②神戸地裁尼崎支判昭和五七年二月一九日（判例時報一〇五二二二五頁）、③東京高判昭和六二年一月一〇日（判例時報七一八七頁）、④京都地判平成元年二月三日（金融法務一九九号三〇頁）、⑤東京地判平成四年四月二五日（判例時報一四五一五七七頁）、⑥東京高判平成五年六月二九日（判例時報一四六五号一四六頁）、⑦最判平成七年四月二五日（裁判集民事一七五号九一頁）、⑧東京地判平成一〇年八月三一日（判例時報一六八九号一四八頁）、⑨東京地判平成二二年二月二四日（判例時報二〇四三三二二六頁）、⑩最三小判平成二二年二月一七日（判例時報二〇三八号一四四頁）などがある。

その中で、⑤の裁判例は、譲渡制限の契約が、株主の投下資本の回収を著しく制限する不合理な契約であり、公序良俗に反するため無効であると判示した唯一の否定例である。しかし、その控訴審である⑥の裁判例により取り消されているので、現実はその判断内容が生かされたわけではない<sup>(84)</sup>。⑦の裁判例は、この問題について最高裁の初めての

判断として、「本件合意は、商法二〇四条一項（筆者注：会社法二二七条）に違反するものではなく、公序良俗にも反しないから有効であり、被告会社の取締役会が、本件合意に基づき譲受人を指定し、同人が買受けの意思を明らかにしたこと」により、売り戻し契約が有効であると判示した。そこで、当事会社が大規模な非公開会社である日経新聞株式譲渡ルール事件（前記⑩の事件）を紹介する。

### （三）日経新聞株式譲渡ルール事件

#### 「事件の概要」

X<sub>1</sub>およびX<sub>2</sub>（原告、控訴人、上告人）は、いずれも日刊新聞の発行を目的とする株式会社であるY<sub>1</sub>（被告、被控訴人、被上告人）に勤務していた者であり、現在同社の社友の地位にあり、事業関係者として認められる者である。Y<sub>1</sub>は、定款をもって、株式の譲渡については、取締役会の承認を要するとともに、日刊新聞紙の発行を目的とする株式会社株式の譲渡の制限等に関する法律（以下「日刊新聞法」という）に基づき、同社の株式譲受人は同社の事業に関係する者に限ると定めている。また、Y<sub>1</sub>は、同社の株式の保有資格を原則として現役の従業員または役員に限定し、従業員等が株式保有資格を失った時等には現役の従業員等に当該株式を引き継がせることを内容とする社員株主制度を採用している。Y<sub>2</sub>（被告、被控訴人、被上告人）は、Y<sub>1</sub>の株主である役員および従業員によって構成されており、同社の定款によって、譲渡制限を受ける同社株式の円滑な流通を行うことを目的としている権利能力なき社団である。

X<sub>2</sub>は、本件株式譲渡ルールとその内容を認識したうえで、昭和三九年から六三年までの間にY<sub>2</sub>からY<sub>1</sub>株式二七四〇株を一株一〇〇〇円で買い受け、その際、本件株式譲渡ルールに従う旨の合意をした。平成一七年九月二九日、X<sub>1</sub>に対し、Y<sub>1</sub>株式四〇〇株（以下「本件株式」という）を一株一〇〇〇円で売り渡した。同日、X<sub>2</sub>は、Y<sub>1</sub>に対し、書面をもって、X<sub>1</sub>に対する本件株式譲渡につき承認を請求したが、Y<sub>1</sub>が同年一〇月一日これを承認しない旨回答したので、X<sub>2</sub>

は同年一月一日、Y<sub>1</sub>に対し、本件株式につき譲渡の相手を指定するよう請求した。Y<sub>2</sub>は、同年一月四日、X<sub>2</sub>に対し、X<sub>2</sub>の株式譲渡先指定請求書の提出により本件株式の売却意思が明らかになり停止条件が成就したとして、本件合意に基づきY<sub>2</sub>が本件株式を譲り受けた旨通知し、同月七日Y<sub>1</sub>に対し、本件株式をX<sub>2</sub>から取得したとして本件株式の譲渡承認を請求したところ、Y<sub>1</sub>はこれを承認した。そこで、X<sub>1</sub>が譲り受けた本件株式の株主権の確認と名義書換を求め本訴を提起した(第一事件、第三事件)。Y<sub>2</sub>からもY<sub>2</sub>が本件株式の株主であることの確認を求める訴を提起した(第二事件)。

第一審・原審とも、本件株式譲渡ルールとX<sub>2</sub>・Y<sub>2</sub>間の本件合意の存在および有効性を肯定して、Y<sub>2</sub>が本件株式の株主であることを認めた。原審は、「日経株式は、昭和三九年以降、簿価純資産方式で算出した価格が一株一〇〇円を優に上回っており、その時々々の価格を念頭に日経株式を譲渡すると、被控訴人共栄会を通じた社員株主制度は維持できなかつたことが明らかであること、譲渡価格のみならず取得価格も固定されており、必ずしも投下資本の回収を否定するものとはいえぬことなどの点を総合考慮すると、上記のとおり日経株式の一株当たりの価格を固定する本件株式譲渡ルールには相応の合理性があり、これが株式会社の本質に反し公序良俗に反するとはいえない」と判示した。X<sub>1</sub>らの請求が棄却されたため、X<sub>1</sub>らが本件株式譲渡ルール等の有効性を争って上告した。

〔判〕

上告棄却

……Y<sub>1</sub>は、日刊新聞の発行を目的とする株式会社であつて、定款で株式の譲渡制限を規定するとともに、日刊新聞法一条に基づき、Y<sub>1</sub>株式の譲受人を同社の事業に係る者に限ると規定し、Y<sub>1</sub>株式の保有資格を原則として現役の従業員等に限定する社員株主制度を採用しているものである。被上告人Y<sub>2</sub>における本件株式譲渡ルール

は、被上告会社が上記社員株主制度を維持することを前提に、これにより譲渡制限を受けるY<sub>1</sub>株式を被上告人Y<sub>2</sub>を通じて円滑に現役の従業員等に承継させるため、株主が個人的理由によりY<sub>1</sub>株式を売却する必要が生じたときなどには被上告人Y<sub>2</sub>が額面額でこれを買戻すこととしたものであって、その内容に合理性がないとはいえない。また、被上告会社は非公開会社であるから、もともとY<sub>1</sub>株式には市場性がなく、本件株式譲渡ルールは、株主である従業員等が被上告人Y<sub>2</sub>にY<sub>1</sub>株式を譲渡する際の価格のみならず、従業員等が被上告人Y<sub>2</sub>からY<sub>1</sub>株式を取得する際の価格も額面額とするものであったから、本件株式譲渡ルールに従いY<sub>1</sub>株式を取得しようとする者としては、将来の譲渡価格が取得価格を下回ることによる損失を被るおそれもない反面、およそ将来の譲渡益を期待し得る状況にもなかつたといえることができる。そして、上告人X<sub>2</sub>は、上記のような本件株式譲渡ルールの内容を認識した上、自由意思により被上告人Y<sub>2</sub>から額面額で本件株式を買受けて、本件株式譲渡ルールに従う旨の本件合意をしたものであって、被上告会社の従業員等がY<sub>1</sub>株式を取得することを事実上強制されていたというような事情は、うかがわれない。さらに、被上告会社が、多額の利益を計上しながら特段の事情もないのに一切配当を行うことなくこれをすべて会社内部に留保していたというような事情も見当たらない。

以上によれば、本件株式譲渡ルールに従う旨の本件合意は、会社法一〇七条および一二七条の規定に反するものではなく、公序良俗にも反しないから有効とすべきである。

## 〔検討〕

本事件では、株式譲渡価額の事前固定について、最高裁はそれが有効であると判断した。その理由は以下の通りである。①社員株主制度の維持の目的、②Y<sub>1</sub>株式には市場性がなく、③将来の譲渡価格が取得価格を下回ることによる損失を被るおそれもない、④多額の利益を計上しながら特段の事情もないのに一切配当を行うことなくこれをすべて

会社内部に留保していたというような事情も見当たらない、⑤当事者が自由意思で契約した。

②について、確かに、Y<sub>1</sub>は非公開会社であり、株式の市場価格はない。株式を譲渡することに価格を算定することは困難であり、算定方法の妥当性について紛争が生じやすいかもしれない。しかし、契約であらかじめ譲渡価格の算定方法を約定して、その算定方法が合理的なものである限り、たとえその価格が譲渡の時点で株式の実際の価値を下回るようになっても、その有効性を認められるという指摘がある。<sup>(85)</sup>特に、今回の事件のような大規模な会社では、株式の価格の算定は、無理とはいえないだろう。よって、株式の市場価格はないという点は、譲渡価格の事前固定の合理的な原因ではないと考えられる。

③について、当事会社が破産するような状況になれば、将来の譲渡価格を下回るどころかゼロになる可能性が指摘される。たとえ破産するまでではないとしても、会社の経営に重大な問題が起き、大量の社員が退社する場合にも、会社は対応できないかもしれない。<sup>(86)</sup>このような状況のもとで、裁判所が譲渡価格を実価とすると、買取資金が枯渇し社員持株制度を維持できないという考えもあるかもしれない。<sup>(87)</sup>このような考えは合理性がないとはいえないが、社員持株制度の維持の必要と従業員株主投下資本回収の要請の関係をさらに検討する必要があるだろう。

伝統的な多数説は、株式の将来の譲渡益を重視し、このような契約を批判する立場である。しかし、投下資本の回収は、将来の譲渡益のほか、剰余金配当による利益還元もひとつの方法である。<sup>(88)</sup>当事会社が正当な配当を行うことで、インカムゲインがある程度確保されるのであれば、キャピタル・ゲインが抑えられていても不当な契約内容とはいえない。<sup>(89)</sup>とくに、従業員持株制度に基づいて従業員が株式を取得した時点においては、取得価格が当時の株式の価格より下回る可能性が高い。それを前提として考えると、適切な配当があれば、合理性がないとはいえず、従業員が配当のために株式を買うことも可能だろう。

ただし、契約によって譲渡価格を限定される以上、配当が唯一のキャピタル・ゲインの取得手段である。配当額は、



投下資本の回収を不当に妨げることの有無の重要な判断基準である。適切な額を配当することを求められるのは当然だろう。本件裁判は、「多額の利益を計上しながら特段の事情もないのに一切配当を行うことなくこれをすべて会社内部に留保していたというような事情も見当たらない」と判示した。裁判所は、Y<sub>1</sub>が配当を行うという事実については確認したが、配当が適切か否かについては検討していない（もともと、X<sub>1</sub>は配当が適切かどうかについて主張していなかった）。従来の裁判例の多くは、非上場会社について退会の都度個別に取引価格を定めることが難しい以上、相当の水準の利益配当を行っていることから、投下資本の回収を著しく制限する不合理なものとはいえないと判示している<sup>(90)</sup>。したがって、譲渡価額の制限の合理性を判断するとき、配当状況が一つの判断基準であると考えられる。

最後に、会社の説明義務を要求すべきかは一つの問題である。従来の裁判例および本件裁判の判示においては、当事者の自由意思の尊重を重要な理由としている。それに、X<sub>2</sub>は、本件株式譲渡ルールの内容を知らないと主張した。第一審と原審の判断の結果、X<sub>2</sub>は、上記のような本件株式譲渡ルールの内容を認識したうえで、自由意思により被告人Y<sub>2</sub>から額面額で本件株式を買い受けた。しかし、持株制度導入後に従業員が新たに加入する場合であっても、契約内容の説明不足が紛争の原因となっている場合が少なくない。従業員持株制度では、もともと会員側が契約内容を誤認しやすい性質がある<sup>(91)</sup>。

従業員持株制度を導入するとき、とくに今回の事件のような大規模な会社の場合には、画一的な条件で契約することが普通である。従業員は、その契約の内容、とくに停止条件の成就などの問題について、正確に理解するために、会社側に詳細な説明義務を課すことも考えられる。また、今後は持株会、会社または取締役に対して説明義務違反による損害賠償請求と、持株会または会社に対する不当利得返還請求などの金銭的な救済方法も考えうると指摘されている<sup>(92)</sup>。

もともと、譲渡価格の事前固定の契約が無効と判断されれば、従業員持株制度の売買価額全部を実価に基づき行う

ことになる。そうすると、参加従業員は、会社の経営リスクを背負うことになり、それを望まない従業員も存在するはずであると思う。この視点からみると、会社の説明義務を果たせば、当事者の自由意思を尊重すべきと考える。

## 七 中国における従業員持株制度

### (一) 中国における従業員持株制度の沿革および現状

中国では、一九八九年頃から、従業員持株制度が導入された。ただし、証券取引所の成立とともに、従業員持株制度を濫用する問題が現れ<sup>(93)</sup>、その問題を解決するため、一九九四年から二〇〇四年の間の一連の法規・行政規定により、新たな上場会社における従業員持株制度の導入が禁止された<sup>(94)</sup>。もともと、これらの規定は、非上場会社に及ばず、また、既存の上場会社における従業員持株制度も継続的に存在していた。二〇一二年、中国証券監督管理委員会<sup>(95)</sup>（以下「証監会」という）は、「上場会社における従業員持株計画の暫定管理方法」（意見募集版）（以下「管理方法」という）を発表した。また、二〇一四年、証監会は「上場会社における従業員持株計画の試行についての指導意見」（以下「指導意見」という）を発表し、上場会社における従業員持株計画（いわゆる中国版ESOP制度）を導入した。二〇一五年一月までに、上海、深圳の二つの証券取引所における上場会社合計三七六社が、同制度を導入した<sup>(96)</sup>。二〇一七年四月三〇日当時、深圳証券取引所に上場している二〇〇〇弱社において、従業員持株制度を導入している会社数は四一八社である。対象株式の取得方法について、七四％は上場株式の買付けであり、一八％が第三者割当ての新株発行である<sup>(97)</sup>。本章では、中国の上場企業における持株制度を紹介し<sup>(98)</sup>、中国の従業員持株制度に存在している問題点を検討する。

## （二） 上場企業における持株制度の概要

二〇一二年に中国に導入された従業員持株計画（以下「中国版ESOP」という）は、自社、あるいは証券会社や信託業者などの機関（以下「資産管理機関」という）を通じて、一定の期間で運営するスキームである。具体的には、導入企業が持株会<sup>(99)</sup>を設立し、一括で対象株式を取得する（上場株式の買付けによる方式の場合、六カ月以内に買付けを完了しなければならぬ）。譲渡制限期間経過後、従業員持株会は市場で対象株式を販売することができる。指導意見は、譲渡制限期間は一二カ月以上としなければならぬと規定する。また、第三者割当による新株発行の場合、三六カ月以上としなければならぬと規定する。<sup>(100)</sup>

資産管理機関を通じて実施する場合の仕組みは、以下の通りである。①会社が資産管理機関と契約し、資産管理機関が一括で対象株式を取得する。②資産管理機関はそのまま対象株式を従業員持株会に譲渡する。名義上の株主は従業員持株会である。もともと、株式の管理運営を資産管理機関に委託するのが通常である。③従業員持株会あるいは資産管理機関は、譲渡制限期間を経過すると、対象株式を株式市場で売却することができる。④あらかじめ設定された期間が満了した場合、あるいは対象株式が全部売却された場合、スキームは終了し、株式の売却金を参加者に分配する。

中国版ESOP導入の手続きは、以下の通りである。①導入会社の労働組合を通じて、従業員の意見を募集すること。<sup>(101)</sup>②取締役会でそのスキームを承認し、株主総会上程すること（弁護士の見を求める必要がある）。<sup>(102)</sup>③株主総会でそのスキームを承認する。また、従業員持株会が所有する株式数は、当該会社の発行済株式総額の一〇％を超えてはならない。さらに、一つの参加者がスキームによる取得する株式数（持分から計算する）は、当該会社の発行済株式総額の一％を超えてはならない。<sup>(103)</sup>中国版ESOPの対象は、基本的には従業員であるべきである。しかし、指導

意見にはとくに規定がなく、実務上は、管理職を中心に一部の従業員に限定する場合が少なくない。

中国版ESOPの対象株式の取得方法は、以下の五つがある。①会社が自己株式を取得し、従業員持株会に譲渡する<sup>(10)</sup>。②上場株式の買付け。③第三者割当の新株発行。ただし、この場合は、証監会の審査を受けなければならず、場合によっては、長い時間がかかる可能性がある。④既存株主からの贈与。⑤法律または行政規定で認可されるその他の方法。実務上は、②と③が主要な方法であり、九〇%以上の会社がそれらの方式を採用する<sup>(10)</sup>。さらに、従業員の株式取得資金の拠出については、従業員が自分で資金を調達する方法と法律または行政規定で認可されるその他の方法の二つがある。その他の方法としては、①筆頭株式からの貸付け、②銀行や証券会社から融資を受ける方法、③会社からの奨励金が考えられる<sup>(10)(10)</sup>。

### (三) 中国における従業員持株制度の問題点

#### 1 従業員持株制度の主体

中国における従業員持株制度の主体は明確ではない。中国では、二〇〇〇年から、従業員持株会が社団法人として登記されず<sup>(10)</sup>、また、上場会社の場合、労働組合は会社の株主として認められない<sup>(10)</sup>から、従業員持株制度の主体は、複数の方式がある。具体的には、①参加する従業員が株主になる<sup>(10)</sup>。②信託を設定し、信託機関が株主になる。③新たに有限責任会社を成立し、株主になる。④新たに設立された「パートナー企業」が株主になる。⑤会社から事前に指定を受けた者（例えば持株会の理事長など）が名義上の株主になる。ただし、いずれの方法にも、法律上の問題が存在し、非上場会社は上場しようとする場合、上場審査を通過できない可能性が存在している<sup>(10)</sup>。結果として、実務上の従業員持株制度の主体は不明確となっている。

実務上、従業員持株制度においては、⑤の方式を採用する場合が多い。制度に参加する従業員は、株主として認め

られることが難しい。広東省高級法院二〇一五年九月九日決定は、X（従業員、申立人）は、従業員持株制度を実施しているY（相手方）社の株主ではないと認定した。その理由は、XはY社の株主名簿に登録されず、実際Y社の株主を持っていないからである。Xは株主であるZ社（従業員持株制度の導入のため成立された会社、参加人）に出資しているにすぎず、Y社に出資しているのではないと認定されている。同じ結論をとるものとして、浙江省高級法院二〇一七年六月五日決定と北京市高級法院二〇一七年一月二四日決定<sup>(16)</sup>がある。制度に参加する従業員は、株主として認められないと、株主の権利を行使することは当然に不可能であり、従業員の利益が保護されない。それを解決するために、従業員持株制度の主体を明確にすべきである。

## 2 非公開会社における株式の買戻し

中国会社法と行政規定には、従業員持株制度に参加する従業員が退職するとき、その株式の買戻しについての規定はない。実務上、非公開会社の場合、従業員は退職するとき、従業員の所有する株式を強制的に会社側へ譲渡しなければならぬと規定されることが多い。それに対して、会社側は、退職従業員の株式の買戻しを拒否できるかどうかという問題がある。以下、浙江省高級人民法院二〇一四年九月三日判決を紹介する。

### 〔事件の概要〕

X（従業員株主、原告、非控訴人）は、二〇一四年、Y<sub>1</sub>（従業員持株会、被告、控訴人）成立に際し、Y<sub>2</sub>社（導人会社、被告）に出資し、Y<sub>1</sub>に参加した。Y<sub>1</sub>の定款九条は、持株会への参加人が所有する株式は、会社の従業員以外の者に譲渡することができない。Y<sub>1</sub>の定款二六条は、持株会への参加人が所有する株式は会社内部では譲渡することができる。しかし、その譲渡は理事会の同意を得なければならないとした。Y<sub>1</sub>の定款二七条は、持株会への参加人が退職する場合、会員資格がなくなり、その所有する株式を譲渡しなければならないとする（筆者注…その株式の譲渡の対象は、定款には規定していない）。また、譲渡価額は、会社の前年度の会計書類を中心に計算する（具体的な計算方法は、省略するが、

この算定方法によると、譲渡価額がその株式の実際の価値より上回る状況である。二〇一一年、XはY<sub>2</sub>社との労働契約を完了し、退職した。XはY<sub>1</sub>に対してXの所有する株式の買戻を要求した。それに対し、Y<sub>1</sub>は会社の経営が困難な状況であり、譲受人を探せないため、Xの要求に応じなかった。そこで、Xは、「寧波市企業従業員持株会試行方法」(以下「持株会規則」という)とY<sub>1</sub>の定款に基づいて、①Y<sub>1</sub>がXの所有する株式を買戻し、②Y<sub>1</sub>とY<sub>2</sub>に対して連带的に株代金の支払いを求める訴えを提起した。

### 〔判旨〕

第一審は、①の主張を支持し、Y<sub>1</sub>はXの所有する株式を買戻すべきと判断した(②の主張を棄却した)。その理由は、以下の通りである。①Y<sub>1</sub>の定款は、従業員は退職した場合、持株会会員の資格を失い、所有する株式を譲渡しなければならず、その譲渡は理事会の同意を得なければならないと規定する。②持株会への参加人が所有する株式は、会社の従業員以外の者に譲渡することができない。③持株会規則二二条では、従業員持株会会員と導入企業との間の労働関係が終了する場合、その株式は持株会内部に譲渡し、あるいはいったん持株会が買戻したうえで、新しい会員に取得させると規定する(筆者注…強制的な規定ではない)。したがって、Xが所有する株式は、Y<sub>1</sub>が買戻すべきである。Y<sub>1</sub>はこれを不服として、控訴した。

第二審は、第一審の判決に誤りがあり、Xの要求は法律の根拠がないとして、破棄自判した。結論として、Xの①の主張は棄却された。その理由は、以下の通りである。①Y<sub>1</sub>の定款には、従業員が退職した場合、持株会会員の資格を失い、会員が所有する株式を譲渡しなければならいと規定されているが、Y<sub>1</sub>がその株式を買戻さなければならぬという義務は規定されていないこと、②Y<sub>1</sub>は社団法人ではなく、その目的は従業員持株制度対象株式の管理運営にすぎず、第三者に対して責任能力がないこと、③持株会規則二三条は、持株会が配当金の5%を株式の買戻しの準備金とすることができると規定するが、これは強制性のない規定であり、Y<sub>1</sub>はそのような資金を準備していないとした。

これを不服として、Xは中国民事訴訟法二〇〇条に基づき再審を申し立てた。再審は、Y<sub>1</sub>の定款およびY<sub>2</sub>の定款には、従業員が退職した場合、Y<sub>1</sub>がその株式を買い戻さなければならないという義務は規定されていないと認定し、第二審の判決を支持した。

### 〔検 討〕

第二審の判決からみると、従業員持株会の導入企業は、従業員が退職したときに、その従業員が所有する株式を買い戻す義務はないと思われる<sup>(19)</sup>。確かに、本事件では、定款によると、Y<sub>1</sub>がXの所有する株式を買い戻す義務は規定していない。ただし、会社側は退職した従業員から株式を強制的に回収することができる。そうすると、従業員が退職したとき、その持株は会社側に譲渡しなければならぬにもかかわらず、会社の企業価値が大幅に下落した場合など、会社側は株式の譲受人が見つからないなどの理由で、従業員の持株の買戻しを拒否することができる。それは、従業員側に明らかに不利であると考えられる。これについて、従業員が退職したとき、対象株式を会社側に強制的に譲渡しなければならぬ場合は、会社側にも買戻しの義務を認めるべきであると考ええる。

### 3 議決権の行使についての不明確性

中国の従業員持株制度については、議決権の行使に関する規制はない。また、中国版ESOPにおける議決権の行使についても、明確な規定はない。管理方法二一条は、

従業員持株制度に参加する従業員は、持株会の代表者や相応機関を選任することができ、その代表者が持株制度の管理運営を監督し、代表として株式の権利を行使し、あるいは資産管理機関に授權する

としか規定していない。このことからすると、議決権の行使人は、持株会の代表者、持株会の相応機関、資産管理機

関、従業員株主個人という四つの可能性がある<sup>(12)</sup>。議決権の行使方式は導入企業自身の判断に委ねられている。実務上は、持株会で多数決により決定し、理事長あるいは資産管理機関によって行うのが普通である。その背景として、①中国の上場会社では、大株主や筆頭株式の持分が圧倒的に大きく、大株主の構成は安定している場合が多い、②上場会社の場合は、従業員持株制度の導入は、株主総会で承認しなければならぬ。日本のように、経営陣が保身のために従業員株主制度を導入する問題はほとんどないと考えられる。また、従業員持株会に参加する従業員は、株主としての権利より、利益のみを重視する場合が多い<sup>(13)</sup>。

ただし、そうすると、参加者は従業員株主としての権利が保護されていないし、また、経営陣が保身のために制度を導入する可能性がまったくないとはいえない。実際、二〇〇四年、広発証券は、買収防衛策として従業員持株制度を導入し、中信証券の買収を止めた事件がある<sup>(14)</sup>。現在上場会社におけるそのような状況があまりなくても、従業員持株制度が濫用されないように、議決権行使の独立性を確保するため、詳しく規定すべきと思う。例えば、日本のように、会社から独立している人物を持株会の代表者に選任することや、従業員株主は株主としての権利を行使できる（議決権の不統一行使など）というような基本的な仕組みを要求すべきと考えられる。

#### 4 中国版ESOPにおける従業員利益の保護

前述七(二)のように、中国版ESOPでは、従業員持株会が対象株式を公開買付で（あるいは第三者割当による）取得し、譲渡制限期間が経過すると公開市場で売却することができる。一方、中国の上場会社では、大株主の構成が安定し、経営権の争いが少ないため、経営陣は筆頭株主の関係者である場合が多い。そこで、大株主のために、中国版ESOPを導入するおそれがある<sup>(15)</sup>。例えば、対象株式の管理運営は資産管理機関に委託する場合が多く、経営陣が資産管理機関の選任権を持っているから、資産管理機関が経営陣から影響を受ける可能性がある。それに対象株式の買付について、買し付けは六カ月間以内に完了しなければならないとだけ規定され、具体的方法が自由である以上、資



産管理機関は会社および大株主の都合で買い付けを行うおそれがある<sup>(126)</sup>。そのような場合は、制度に参加する従業員の利益を害しかねない。実際、大株主は中国版ESOPを通じて、自分が所有している流通できない株式<sup>(127)</sup>を売却する問題が注目されている<sup>(128)</sup>。それについて、このような流通が制限される株式は、中国版ESOPの対象株式とすることを禁止すべきという意見がある<sup>(129)</sup>。

また、指導意見では、中国版ESOP株式取得資金については、従業員が自分で調達する方法と他の方式しか規定していない。深圳証券取引所のデータからみると、二〇一六年に導入されたスキームの三〇％は、従業員が自分で資金を調達する方式であり、六二％は大株主や金融機関から融資を受ける方式であり、奨励金を支給する会社は三社しかない<sup>(130)</sup>。株式の売買は全部時価で行う以上、従業員の視点からすると、中国版ESOPに参加することは、自分で株式市場で株式売買するよりメリットが少ない<sup>(131)</sup>。さらに、株式の譲渡やスキームから退出が制限され、参加者は得られる利益が少ない。実際、二〇一八年九月八日時点で譲渡制限期間を超えている四一七件のスキームの中で、黒字が出ている例は一八七件であり、全体の四五％を占めるにすぎない。すなわち、半分以上のスキームは赤字が出ている状況である。とくに二〇一八年時点で譲渡制限期間経過の一〇四件のスキームの中で、七〇％のスキームは損失が出ている<sup>(132)</sup>。この問題については、二〇一八年の中国会社法の改正により、奨励金の制限が緩やかにされた。具体的には、改正前の会社法一四二条は、会社は株式を褒賞として自社の従業員に給付するために、自己株式を取得する場合、購入に用いる資金は、会社の税引後利益から支出しなければならぬとしていた。この規定により、中国版ESOPを導入する際、奨励金の拠出は、前年度の税引後利益から行わなければならない。今回の会社法の改正は、以上の制限が条文から削除された。このことから中国版ESOPのスキームにおいて、奨励金の支給を促進しようとしているものと思われる。

さらに、中国版ESOPの場合、退職従業員の株式の処分について具体的な規定はなく、導入企業に委ねることに

なる。実務では、スキーム存続期間中、従業員持株制度への参加者はスキームから退出することや、持分を第三者に譲り渡すことが認められない。また、従業員側の原因で退職する（定年退職を除く）場合、その持分を従業員持株会に譲渡しなければならない。譲渡価額については、取得価額と時価の低い方が譲渡価額になる。他方、導入企業側の原因で退職する場合の規定は見られない。そのような事情が発生するとき、どのように対応すべきか明らかではない。

#### 5 中国版ESOPの対象者の不明確性

管理方法は、中国版ESOPの対象者は会社の従業員と役員とする。これ以外の具体的な規定はない。実務上は、二つの問題がある。まず、一部のスキームは、その対象者を管理職を中心に限定しており、インセンティブ手段としての「役員持株会」と評価される<sup>(13)</sup>。従業員持株制度と株式報酬制度を明確に区別していない傾向が見られる。ESOPは、元々従業員の財産形成のための制度であり、それを役員のインセンティブ手段として運用すべきではない。それに対して、ESOPの対象では、一般従業員の割合や持分の下限を規定し、あるいは役員の割合や持分の上限を制限することが考えられる<sup>(14)</sup>。

また、従業員の範囲についての規定はない。実務上、関連会社の従業員や取引関係者もスキームの対象者とする場合がある。従業員の範囲を無制限に拡大すると、権利濫用の問題が起きるかもしれない。その結果、従業員や中小株主の利益を害するおそれがある<sup>(15)</sup>。このような問題を回避するために、ESOPの対象者を明確にすべきである。例えば、一定の条件を満たさないと、親会社の従業員は子会社の対象株主を持つことを禁止すべきという意見がある<sup>(16)</sup>。

#### 6 その他の問題点

まず、従業員持株制度に関する規定が不十分である。従業員持株制度は、会社法、税法、証券法、労働法などの法律と関係する。中国版ESOPが順調に導入利用されるために、会社法が改正された。しかし、従業員持株制度、特に中国版ESOPを導入するための法制度の準備は、まだ整っていないといえる。例えば、前述七(一)では、現在の規

定として、管理方法と指導意見を紹介した。管理方法について、二〇一二年に意見募集版が発表されたにもかかわらず、正式版は未だに発表されていない。実際に適用される規定は、指導意見と証券取引所の情報開示に関する規定しかない。しかし、指導意見は基本的な規定が多く、具体的規定は少ない。試行している段階とはいえ、適用される規定が明らかに不足しているといえよう。

また、現在導入されている中国版ESOPは、従業員の長期の福利厚生制度ではなく、短期的な投資制度であるように思われる。現在の中国の状況にふさわしい制度かもしれないが、もともと従業員持株制度は、従業員の福利厚生制度であり、長期にわたり適用される制度も設けるべきと思う。最後に、中国版ESOPは、もともと国有企業改革の一環として導入されたという意味がある<sup>10)</sup>。国有企業における従業員持株制度の問題について十分検討する価値がある。ただし、国有企業の場合、会社法制度との関係より、行政の法制度との関係が重要であるため、本文では検討していない。

## 八 おわりに

日本の従業員持株制度は、従業員の福利厚生が主要な目的であると同時に、会社の安定株主層の形成、買取防衛策の一つの方法としての効果も挙げられる。この制度を導入する際、参加人従業員の利益は、どのように保護されるべきかが重要な問題である。具体的には、非上場会社の場合、株式の売買価額が固定されることにより、参加人の金銭的な利益の保護が目された。他方、上場会社の場合、経営陣は自己の保身のために、従業員持株制度を導入するおそれがあるため、金銭的な利益のほか、参加人の株主としての利益（例えば議決権の行使）が保護されるべきと思われる。実務上は、経済産業省の「報告書」および日本証券業協会「ガイドライン」にそれぞれの基本的な方法が規定さ

れている。裁判例の流れからみると、従業員持株制度に関する紛争の判断方法が定着していると思われる。しかし、それは問題が残っていないというわけではなく、具体的な状況によって、丁寧に検討する必要がある。

それに対して、中国では中国版ESOPが導入されて以来、試行段階とはいえ、二〇一八年までに四年間を経た。二〇一八年中国会社法の改正から、従業員持株制度の法整備が推進され始めている。正式版の「管理方法」の発表と株主である従業員持株制度の主体の確定は、法整備の一環として重要な問題である。また、従業員持株制度は、従業員の福利厚生制度であるにもかかわらず、現在導入されている中国版ESOP制度に関するデータからみると、損失が出るケースが多い。参加人従業員の利益をどのように保護すべきかが、重要な問題点であろう。

- (1) 市川兼三『従業員持株制度の研究』（信山社、二〇〇〇年）五三頁。
- (2) 市川（前掲・注（1））五二頁。
- (3) 前田雅弘（稿）岩原紳作・神作裕之・藤田友敬（編）『会社法判例百選「第三版」』（有斐閣、二〇一六年）四四頁。
- (4) 福井地判昭和六〇年三月二十九日（後掲・熊谷組事件）、東京高決平成二四年七月二日（後掲・ダイヤ通商事件）。
- (5) ある会社が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社（金融商品取引法第二条に規定する定義に關する内閣府令六条三項各号に掲げる当該他の会社をいう）をいう。
- (6) 日本証券業協会「持株制度に関するガイドライン」（[http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasana/mochikabu\\_mochiounshiguhi/mochikabuGL\(20180914\).pdf](http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasana/mochikabu_mochiounshiguhi/mochikabuGL(20180914).pdf)）二〇一九年一月二日アクセス）一頁。
- (7) 新谷勝『新しい従業員持株制度』（税務経理協会、二〇〇九年）一四頁。
- (8) 新谷（前掲・注（7））一四頁。
- (9) 市川（前掲・注（1））五六頁。
- (10) 新谷（前掲・注（7））二六頁。
- (11) 新谷（前掲・注（7））二六頁。

- (12) 経済産業省「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/esop\\_houkoku.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/esop_houkoku.pdf)) 二〇一九年一月一日アクセス) 二二頁。
- (13) 新谷(前掲・注(7)) 五〇頁。
- (14) 新谷(前掲・注(7)) 五二―五三頁。
- (15) 東京証券取引所「二〇一六年度従業員持株会状況調査結果の概要について」([https://www.jpix.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000001xhe-at/employee\\_2016.pdf](https://www.jpix.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000001xhe-at/employee_2016.pdf)) 二〇一九年一月一日アクセス) 二頁。
- (16) 日本証券業協会(前掲・注(6)) 四―五頁。
- (17) 新谷(前掲・注(7)) 二九頁。
- (18) 新谷(前掲・注(7)) 七三頁。
- (19) 新谷(前掲・注(7)) 七〇頁。
- (20) 新谷(前掲・注(7)) 三〇頁。
- (21) 新谷(前掲・注(7)) 五八頁。
- (22) 新谷(前掲・注(7)) 五八頁。
- (23) 経済産業省(前掲・注(12)) 二頁。
- (24) 瀬谷ゆり子「従業員による株式取得スキームの検討(上)」桃山学院大学総合研究所紀要三九卷一頁(二〇一三年) 三〇頁。
- (25) 既に設定している企業によっては、旧中間法人法の時代に設立された「中間法人」を利用している場合もある。新たに設立するのであれば、「一般社団法人法」(平成一八年法律四八号)によることになる。瀬谷(前掲・注(24)) 注7。
- (26) 有吉尚哉「日本版ESOPの法的論点と実務対応」商事法務一八八一号(二〇〇九年) 二五―二六頁。
- (27) 有吉(前掲・注(26)) 二五―二六頁。
- (28) 瀬谷(前掲・注(24)) 三一頁。
- (29) 瀬谷(前掲・注(24)) 三二頁。
- (30) 竹澤康子「従業員持株会制度と新たな日本版ESOP」経済論集四三卷二号(二〇一八年) 二九三頁。
- (31) 「日本版ESOP、従業員持株会型が約六割」週刊経営財務三三三五号(二〇一五年) 四頁。
- (32) 竹澤(前掲・注(30)) 二九五頁。

- (33) 竹澤（前掲・注(30)）二九六頁。
- (34) 竹澤（前掲・注(30)）二九七頁。
- (35) 江頭憲治郎「株式会社法（第七版）」（有斐閣、二〇一七年）二五一頁。
- (36) 味村治「従業員持株制度制度（上）」「商事法務四三〇号」（一九六七年）四頁、矢沢惇「いわゆる『新従業員持株制度』の商法上の問題点」「商事法務四八〇号」（一九六九年）二頁、河本一郎「従業員持株制度の法的諸問題」別冊商事法務研究二二号（一九七〇年）三二頁など参照。
- (37) 有吉（前掲・注(26)）二七頁。
- (38) 葉玉匠美Ⅱ生瀬雅志「従業員持株E S O P信託の法務上の問題点」「商事法務一九一五号」（二〇一〇年）一五頁、経済産業省（前掲・注(12)）一五頁。
- (39) 渡部潔「日本版E S O P入門…スキーム別解説と潜在的リスク分析」（中央経済社、二〇〇九年）一五三頁。
- (40) 有吉（前掲・注(26)）二七頁。
- (41) ビークルが保有する株式に対する配当や、ビークルに発生する売買差損益が導入企業に帰属することは、第三者名義で取得された株式の支配が導入企業に属することを推認させる重要な事情であると考えられる。経済産業省（前掲・注(12)）一頁。
- (42) 江頭（前掲・注(35)）八二頁。
- (43) 内ヶ崎茂「株式報酬インセンティブ・プランの制度設計と法的考察」「商事法務一九八五号」（二〇一二年）三五頁。
- (44) 中村一彦「会社の従業員を会員とする持株会に対する奨励金の支出が商法二九四条ノ二に違反しないとされた事例」金融・商事判例七二五号（一九八五年）四六頁。
- (45) 大和正史「従業員持株制度と利益供与禁止」「商事法務九九九号」（一九八四年）四頁。
- (46) 大和（前掲・注(45)）四頁、河本一郎「従業員持株会への奨励金と利益供与」「商事法務一〇八八号」（一九八六年）五頁など参照。
- (47) 瀬谷（前掲・注(24)）三六頁。
- (48) 新谷勝「日本型E S O Pの仕組みと法的留意点」銀行法務二一七〇二号（二〇〇九年）八頁。
- (49) 弥永真生「信託型従業員持株インセンティブ・プラン」『会社法の実践トピックス二四』（日本評論社、二〇〇九年）一一

- 八頁。
- (50) 伊藤靖史「日本版ESOPと新株の不正発行」『商事法務』二一〇三号（二〇一六年）四三頁。
- (51) 弥永（前掲・注(49)）一二二頁。
- (52) 田中亘「企業買収と防衛策」『商事法務』二〇二二年）一一三頁。
- (53) 和田宗久「日本版ESOP導入におけるSPVへの第三者割当てと不正発行」『金融・商事判例』一四二五号（二〇一三年）四頁。
- (54) 潘阿憲「従業員持株会支援会（ESOP）に対する第三者割当増資と不正発行」『ビジネス法務』一三卷八号（二〇一三年）一五二頁。
- (55) 和田（前掲・注(53)）六頁。
- (56) 藤原俊雄「判批」『法学セミナー増刊速報判例解説』一三三号（二〇一三年）一一五頁。
- (57) 白井正和「日本版ESOPと不正発行」『平成二四年度重要判例解説』（有斐閣、二〇一三年）九八頁。
- (58) 高原達広「宮下央」『日本版ESOPの導入を目的とした一般社団法人に対する第三者割当ての差止請求』『金融法務事情』九八五号（二〇一四年）一〇〇頁。
- (59) 伊藤（前掲・注(50)）四五頁。
- (60) 和田（前掲・注(53)）七頁。
- (61) 高原「宮下（前掲・注(58)）」一〇〇頁。
- (62) 内椿博信「日本版ESOPに対する新株発行」『琉大法学』九三号（二〇一五年）一二二頁。
- (63) 日本証券業協会（前掲・注(6)）七頁。
- (64) 日本証券業協会（前掲・注(6)）七―八頁。
- (65) 新谷（前掲・注(7)）五七頁。
- (66) 市川（前掲・注(1)）三二―三三頁。
- (67) 経済産業省（前掲・注(12)）一七頁。
- (68) 経済産業省（前掲・注(12)）一七頁。
- (69) 経済産業省（前掲・注(12)）一八頁。

- (70) 経済産業省(前掲・注(12))一九頁。
- (71) 有吉(前掲・注(26))三一頁。
- (72) 有吉(前掲・注(26))三一頁。
- (73) 上柳克郎「株式の譲渡制限―定款による制限と契約による制限」大阪学院大学法学研究一五卷一―二号(一九八九年)一四頁。
- (74) 田中誠二「会社法詳論(上)〔三全訂版〕」(勁草書房、一九九三年)三八七頁、大隅健一郎ほか『新会社法概説』(有斐閣、二〇〇九年)一一〇頁。
- (75) 龍田節「従業員持株制度と株式の譲渡制限」商事法務一〇五五号(一九八五年)一〇四頁。
- (76) 市川(前掲・注(1))四三六―四三七頁。
- (77) 南保勝美「従業員持株制度における株式買戻―明治大学法律論叢六七卷四・五・六号(一九九五年)四一八頁。
- (78) 河本一郎ほか「座談会」従業員持株制度をめぐる諸問題(一)「民商法雑誌九八卷三号(一九八八年)三二二頁(神崎克郎発言)、三二二頁(森本滋発言)。
- (79) 河本ほか(前掲・注(78))三二三頁(森本滋発言)。
- (80) 河本ほか(前掲・注(78))三二二頁(神崎克郎発言)。
- また、神崎先生は、譲渡制限契約と旧商法二〇四条一項の関係について、「具体的な条文としては二〇四条一項が関係することもありますが、実質は、民法の公序良俗という言葉は大変広範なものを含んでいると思います」と述べた。
- (81) 河本ほか(前掲・注(78))三三四―三三五頁(神崎克郎発言)。
- (82) 河本ほか(前掲・注(78))三二二頁(神崎克郎発言)。
- (83) 神崎克郎「従業員持株制度における譲渡価格約定の有効性」判例タイムズ五〇一―五〇二号(一九八三年)六頁。
- (84) 吉岡伸一「従業員持ち株会と従業員間の買戻し代金額についての特約」岡山大学法学会雑誌五九卷二号(二〇〇九年)二〇九頁。
- (85) 前田雅弘(稿)岩原紳作「神作裕之」藤田友敬(編)『会社法判例百選〔第三版〕』(有斐閣、二〇一六年)四五頁。
- (86) 川島いづみ「日経新聞株式譲渡ルール事件上告審判決」判例時報二〇六〇号(二〇一〇年)一七八頁、弥永真生「日経新聞紙を発行する新聞社における従業員持株制度における合意の有効性」ジュリスト一三三四号(二〇〇九年)二三頁。



- (87) 西川義晃「株式の従業員……額面額でこれを買戻す旨の合意が有効とされた事例」法学セミナー増刊五号（二〇〇九年）一二六頁。
- (88) 小林俊明「閉鎖会社における従業員持株制度と株式譲渡制限規約」専修法学論集一一二号（二〇一一年）六五頁。
- (89) 小林（前掲・注(88)）六三頁。
- (90) 川島（前掲・注(86)）一七六頁。
- (91) 小林（前掲・注(88)）七二頁。
- (92) 小林（前掲・注(88)）七二頁。
- (93) 王保樹「従業員持株会における法構造および立法選択」法商研究八四期（二〇〇一年）三頁。
- (94) 非上場会社が上場するとき、発起人数は二〇〇人以下としなければならない。従業員持株制度による株主数が二〇〇人を超える場合、一般的に上場が認められない。「従業員株式の発行の停止についての通知」、中国「会社法」七八条、「上場株式発行・取引の暫定管理条例」七条を参考する。
- (95) 中国で証券取引および先物取引を管理する部門である。
- (96) 孫即「万麗梅」上場会社における従業員持株計画の効果とその問題の研究」金融監管研究五一期（二〇一六年）九〇頁。
- (97) 李博「二〇一六年深市会社における株式報酬と従業員持株計画の状況分析」証券市場導報三〇五期（二〇一七年）四七頁  
〔深市会社〕は深圳証券取引所に上場している会社の略称である。
- (98) 非上場企業における従業員持株制度については、それに関する法律や行政規定が少なく、会社により方法が様々であり、典型的な仕組みがないため、仕組みの紹介は割愛する。
- (99) 日本の従業員持株会とは違い、ここの持株会は、スキームのために設立し、スキームが終わるとともに、解散するという仕組みである。
- (100) 証監会「上場会社における従業員持株計画の試行について指導意見」六条一項 ([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fd/fdkg/bmgf/ssgs/gszl/201510/20151012\\_284990.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fd/fdkg/bmgf/ssgs/gszl/201510/20151012_284990.html)) 二〇一九年一月一日アクセス。
- (101) 証監会（前掲・注(100)）八条。
- (102) 証監会（前掲・注(100)）九条。
- (103) 証監会（前掲・注(100)）六条二項。

- (104) 二〇一八年改正前の中国会社法一四二条は、会社が株式を褒賞として自社の従業員に給付するために、自己株式を取得する場合、株主総会の決議を経なければならないと規定する。また、取得した株式は、当該会社の発行済株式総額の5%を超えてはならず、一年以内に従業員に譲渡しなければならないと規定する。二〇一八年改正により、一四二条は会社が従業員持株計画あるいは株式報酬のために、自己株式を取得する場合、定款あるいは事前の株主総会の決議により、三分の二以上の取締役が出席する取締役会の決議によって決めることができる」と規定する。また、取得した株式は、当該会社の発行済株式総額の10%を超えてはならず、三年以内に従業員に譲渡しなければならないとした。二〇一八年会社法改正により、自己株式の取得の制限が緩やかになった。
- (105) 証監会「上場会社における第三者割当てによる新株発行の実施規則」七条は、第三者割当てによる新株発行の場合、払込金額が、価格決定基準日から二〇日前までの平均値の90%以上でなければならない。また、価格決定基準日は、新株発行の初日としなければならない ([http://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content\\_5227829.htm](http://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content_5227829.htm)、二〇一九年一月一日アクセス)。
- (106) 孫〓万(前掲・注(96))九三頁。
- (107) 孫〓万(前掲・注(96))九三頁。
- (108) 二〇一八年改正前中国会社法一四二条は「奨励金の拠出は、当該会社の前年度の純利益でなければならない」とした。同規定は、二〇一八年改正により削除された。
- (109) 民政部「従業員持株会が社団法人として登記を一時停止とするについての函」(二〇〇〇年) (<http://stj.sh.gov.cn/model/zhuizhan/n5/n33/ugai11228.html>、二〇一九年一月一日アクセス) (この「函」は、一つの公文の類型である)。
- (110) 証監会「従業員持株会及び労働組合が上場会社の株主になれるかについての函」(二〇〇〇年) (<https://biz.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/figz/regulations/listedco/listed20000211a.htm>、二〇一九年一月一日アクセス)。ただし、実務上、非上場会社の場合、持株会が労働組合の一つの機関として運営され、労働組合を株主とする例が多い。王(前掲・注(93))四頁。
- (111) 有限責任会社の場合、会社の株主は五〇人以下でなければならない(中国会社法二四条)。
- (112) 中国企業共同経営法により成立する、権利能力がない社団である。
- (113) 徐永前『持株制度、株式報酬制度とその弁護士制度』(法律出版社、二〇一六年)三〇頁以下。
- (114) <http://wenshu.court.gov.cn/content/content?DocID=35dd62d6-60fb-469f-b378-6ac31a6b8daf>、二〇一九年一月一日アクセス

- ス。
- (115) <http://wenshucourt.gov.cn/content/content?DocID=638540a2-c6ac-4eaa-9833-f1a9a1ff2dd> 二〇一九年一月二日アクセス。
- (116) <http://wenshucourt.gov.cn/content/content?DocID=24c0cbad-86d8-4539-9003-a8390010ee2b> 二〇一九年一月一日アクセス。
- (117) <http://www.zjzfkw.cn/Document/JudgmentDetail/3787285> 二〇一九年一月一日アクセス。
- (118) 地方の行政規定である。
- (119) 同じ結論をとるものとして、北京第一中級法院二〇一五年十二月十八日判決がある。
- (120) 袁田「我が国上場会社における従業員持株制度の信託建設」証券市場導報二五五期（二〇一三年）五九頁〔信託建設〕は、従業員持株制度における信託の利用のための法整備の意味である。
- (121) 裴亞洲『上場会社における従業員持株計画の法律仕組みの研究』（上海人民出版社、二〇一七年）一三九頁。
- (122) 裴（前掲・注(121)）一七〇頁。
- (123) 裴（前掲・注(121)）一五五頁。
- (124) 裴亞洲Ⅱ丁越「上場会社における従業員持株計画の利益相反問題」社会科学論壇（二〇一四年六期）、二四四頁。
- (125) その問題は、インサイダー取引の可能性があるため、金融法上の問題もある。
- (126) 裴Ⅱ丁（前掲・注(124)）二四五頁。
- (127) 大株主や経営陣は、会社が上場する前に所有した株式の取得価額が非常に低いため、株式市場で売却できず、第三者に譲渡することが制限される。たとえば、証監会「上場会社の株主・取締役の所有株式の売却についての若干規定」（二〇一七年）（[http://www.csrc.gov.cn/zjpublic/zjh/201705/20170527\\_317494.htm](http://www.csrc.gov.cn/zjpublic/zjh/201705/20170527_317494.htm)、二〇一九年一月一日アクセス）がある。
- (128) 寔（前掲・注(128)）五三頁。
- (129) 寔（前掲・注(128)）五三頁。
- (130) 李（前掲・注(97)）四八頁。
- (131) 李（前掲・注(97)）四七頁。
- (132) 孫庭陽「上場会社における従業員持株計画四周年研究」中国経済週刊（二〇一八年三八期）七二頁。

(133) 朱大明 Ⅱ 孫慧「従業員持株計画の法律制度研究」清華大学商事法論集二八卷（二〇一六年）四九頁。

(134) 朱 Ⅱ 孫（前掲・注（133））四九頁。

(135) 朱 Ⅱ 孫（前掲・注（133））四九頁。

(136) 朱 Ⅱ 孫（前掲・注（133））五四頁。

(137) 二〇一三年において、中国政府は、国有企業の活用の観点から、国有企業における混合所有制改革を発表した。この改革は、国有企業において従業員持株制度を認めることにより、従業員の生産性の向上と従業員の財産の形成を図ることを目的とする。ただし、現状から見ると、従業員持株制度の導入企業は上場会社が多く、それ相応の法整備が整っていない。蔣建湘「国有企業の混合所有制改革における従業員持株制度に関する法整備」法商研究（二〇一六年六期）三五頁。

張 智夫（ちよう ちふ）

所 属 慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程二年

専攻領域 会社法