

# 従業員持株制度の法律上の問題点と今後のあり方

葭 田 英 人

## Legal Problems and The Future as it ought to be on the System of Employees' Holdings

Hideto Yoshida

Now in Japan, many companies introduce the system of employees' holdings. It aims at the formation of employees' wealth, the improvement of workers' consciousness of the participation in management and the formation of stable stockholder. But, in the system of employees' holdings, there are many problems of the custom and of the legal effect on the contract.

This paper studies these legal problems and compares them with the system of employees' holdings in U.S.A.. I want to make clear the future as it ought to be on the system of employees' holdings in Japan.

### 1. はじめに

従業員持株制度は、日本において戦前にその先駆を見出すことができるが、現在、各企業における本制度の導入は著しいものがある。周知のように、本制度における法律上の問題点は数多く存在する。これらの点について、公開会社・閉鎖会社および従業員株主・従業員以外の株主等それぞれの立場から検討を加え、それぞれの目的に沿った従業員持株制度について考察する。

### 2. 従業員持株制度の意義と現状

従業員持株制度導入の目的は多様であるが、従業員の勤労の成果としての財産形成と会社との共同意識の高揚や経営参加意識の向上等である。

本制度は、通常、会社以外の特株会により運営されており、証券会社方式（名義人は特株会代表者）と信託銀行方式（名義人は信託銀行）の二方式がある。また、株式取得形態から月掛投資型と一時分譲型があるが、多数の公開会社は証券会社方式の月掛投資型による方法がとられている。さらに、月掛投資方式には間接投資方式（全員会員方式）と直接投資方式（少数会員方式）があり、前者は、参加従業員全員で特株会を組織し、取得株式は組合財産とし、各組合員の出資額に応じ持分権を有し、その持分権を理事長が管理信託するものである。後者は、有志従業員が特株会を組織し、取得株式は全員の共有物となり特株会に信託される（注1）。

公開会社においては、市場において誰でも株式を購入することができ、従業員株主も退職時に持株を自由に処分できる。それゆえ、会社側は株主が従業員であるか否か、その個性は問題とならないし、従業員側も持株の処分に付き会社側に依存する必要はない。

ところが、閉鎖会社においては従業員持株会が存在せず、会社創業者やその一族等の個人や会社が運用しているものが少なくない。そのうえ、公開会社株式のように市場価格が存在しないから評価が難しく、公正とはいえない不明瞭な価格で売買が行われていることが多い。このように、閉鎖会社は資金調達範囲が限られ、また、好ましくない者が株主となって会社経営を混乱させることを防止する必要があり、株主の個性は重要なものとなる。従業員株主が退職後持株を処分する場合、そのための市場は存在せず、その株式を保有し続けなければならないとすれば、長年の勤労の成果を享受できない。それゆえ、持株の現金化につき会社側に依存せざるを得ない。また、会社側にとっても、社外の第三者に株式が流出するのを防止する必要がある。しかし、高配当を続けているような会社においては、従業員が退職後も生活安定のため、または、有利な資産として株式の保有を望むこともあろう。一方、低配当ないし無配の会社においては、従業員は退職後、公正な価格による会社の株式買取を望むであろうし、会社は買取資金を用意しなければならない。このように、従業員と運営主体との間で、保有株式の譲渡禁止や特定の者への譲渡制限の定め、持株会脱会時や退職時における保有株式の買い戻しの定めがなされることが多い。まさに、この状況が問題の多発する原因であるといえよう。

(注1) 河本一郎 「従業員持株制度の問題点」ジュリスト 110頁

### 3. 従業員持株制度の法律上の問題点

#### (1) 株式の譲渡制限

##### ①譲渡禁止契約

商法204条1項本文は株式譲渡の自由を保障し、会社による譲渡制限であれば、契約によるものであれ定款や約款によるものであれ規制対象となるが、会社と関係ない者による譲渡制限を対象とするものでないと解される(注2)。商法204条1項但書は会社が定款によって株式の譲渡を制限することを認めている。これは特に閉鎖会社の場合、好ましくない者が株主として会社の運営を混乱させることを防止し、株主の投下資本回収を保障する必要性があるからである。しかし、株主に投下資本回収を保障するため、譲渡制限の内容は法定されており、会社が定款によって株式の譲渡に取締役会の承認を要すると定めることによって、取締役会に先買権者を指定する権限を留保することのみを認めている(注3)。

商法204条1項但書は定款による株式譲渡制限を認めているが、定款によらず契約による株式譲渡制限の効力が問題となる。学説では、契約当事者の一方が会社であるか否を判断基準とする。すなわち、イ)会社と個々の株主との間の契約と、ロ)株主相互間の契約または特定人と個々の株主との間の契約がある。イ)は原則として商法204条1項本文および但書の規定の脱法手段として無効であるが、ロ)は商法204条1項但書とは無関係なもので原則として有効と解される(注4)。なお、株式譲渡契約が有効であるとしても債権的な効力しか有しない。それゆえ、株主がその契約に反して株式を譲渡しても、その譲渡行為自体は有効であり、債務不履行による損害賠償責任または違約罰を負うにすぎない(注5)。従業員持株制度において、会社が従業員との間で行う持株譲渡制限契約の効力は、商法204条1項但書によって法定された内容しか許されないとすれば無効ということになろう(注6)。しかし、従業員持株制度は会社から奨励金が支給され補助がなされている。この補助により取得した株式を、従業員が取得後ただちに処分し、奨励金を只取りすることは本制度の目的から許されない。それゆえ、会社の補助等の関係から無理がないと思

われる一定期間については、従業員に株式譲渡を禁止することは許される。ただし、この一定期間を超える株式譲渡禁止は、従業員持株制度の目的である従業員の財産形成および商法204条1項に反し許されない(注7)。また、会社が定款で従業員持株制度により取得した株式について、その譲渡につき取締役会の承認を要する旨を定めることは、株主平等の原則に反し許されないであろう。しかし、持株会が従業員との間で譲渡につき一定の制限を定めることは、株主平等の原則と全く関係がないからさしつかえない(注8)。したがって、従業員と従業員持株会との間で譲渡制限契約を行うことは、従業員の財産形成と好ましくない者が株主となることを防止するという従業員持株制度の目的に沿うものであり、特定人(持株会)と個々の株主との間の契約は、商法204条1項但書とは無関係なものとなり有効である。

## ②従業員の退職時における会社との株式買戻契約

従業員持株制度の運営上、従業員が退職時に会社が株式を買い戻す契約は、商法204条1項に違反しないかどうかが問題となる。従業員持株制度における約定は附合約款的なものであり、従業員はこのような約定をしなければ、従業員持株制度により株式を取得することはできない。経済的弱者である従業員がかかる約定を了承しているとしても、対等の立場にある当事者が合意をした上で契約をしたものではない。従業員に一方的に不利益で不当な内容の約定は、従業員がそれを知って契約をしたということの一事をもって有効となるものではない(注9)。定款によって譲受人を特定することおよび従業員の退職を停止条件とする会社の買戻契約は、譲受人を特定しているとともに、会社が従業員である株主から株式を保有し続ける自由を奪うものであり、商法204条1項に違反するものである(注10)。しかし、商法204条1項は会社が株主との間で個々に締結する債権契約の効力について直接規定するものでなく、この契約が株主の投下資本回収を不当に妨げるものとはいえないから、この契約が当該規定に違反するものといえず、契約による株式譲渡が無効とされるべき理由はない(注11)。もっとも、商法204条1項但書の認める定款の譲渡制限規定によって退職した従業員が株式を譲渡しようとする場合、会社は先買権者を指定できる。したがって、会社は自ら好ましくない者が株主となることを阻止でき、従業員を先買権者に指定することにより従業員持株制度を維持することができる(注12)。さらに、譲渡人が譲渡の相手方選択について有する利益は重要性がない。譲渡人は投下資本を回収して会社から離脱するのであり、自分に代わって株主となる者の個性はもはや重要ではない(注13)。また、従業員にとっても公開会社ならともかく、市場が存在しない閉鎖社会の場合、株式の処分ができないので、閉鎖会社の株式の現金化を行い投下資本を回収するためには、会社による株式買戻契約は必要となる。しかし、この契約は譲受人を特定しているとともに、退職後も従業員株主が株式を保有し続けたいという意思がある場合、その自由を奪うものであり商法204条1項に反するといえる。

## (2) 自己株式取得禁止規定

商法210条は会社による自己株式取得を禁止している。その立法趣旨として、会社が有償で自己株式を取得することは、株主に対する出資の払い戻しとなり、会社資産の充実を害し、株主や会社債権者の利益を害するおそれがあること、会社の自己株式取得により、会社に株式を売却する株主と売却しない株主との間に機会の不均衡をもたらす。すなわち、買付価格が実価よりも高くても低くても売った株主と売らなかった株主のどちらかが損をし、株主平等の原則に反するおそれがあること、自己株式の売買により個人的利益追求による不当な投機や株価操作が行われ、株主や一般投資家の利益が害されるおそれがあること、自己株式の取得が会社支配権を維持する目的で議決権を利用するときは、株主および会社債権者の利益が害されるおそれがあること等があげられよう(注14)。しかし、自己株式取得禁止の違反はいずれの場合も処罰されるが、取得の私法的効果は、会社名義で取得する場合は無効であるのに対し、他人名義で取得する場合は、取引

安全の考慮から、譲受人が悪意でない限り無効ではないと解すべきである(注15)。さらに、同条の立法趣旨が会社の財産安全確保にあることに鑑みると、同条により保護されるべき者は会社、会社債権者、一般株主等であって譲渡人ではないから、同条による無効の主張は譲渡人を保護すべき事情がないかぎり会社側にのみ認められ、譲渡人からこれを主張することは許されないものと解するのが相当である。このように解しても、譲渡人は当初の契約どおりに株式を譲渡することによって、自己の望む結果を得られ何ら不利益を被らないのであって、この場合保護されるべき会社側が当該契約の無効を望まないにも拘らず、保護の対象となっていない譲渡人の利益のために無効を認めるべき合理的理由を見出すことはできない(注16)。しかし、会社が自己株式を買い戻す旨の約定は、先に見たように商法210条に違反し無効である。そして、この無効を会社側が主張することは認められている。それゆえ、日本の従業員持株制度において、会社による株式買戻契約がある場合に、同契約によって従業員が会社に株式の買い戻しを請求した場合、会社は同契約の商法210条違反を主張して株式買戻を拒否できることとなろう。だが一方、多くの学説によれば、譲渡人は商法210条違反による無効を主張できないのであって、会社が株券の引き渡しを請求すれば、従業員はこれを引き渡さざるをえない。つまり、日本の従業員持株制度において、会社による株式買戻契約のある場合には、会社は買戻義務を負うことなく、従業員の危険負担において、会社が投機的利益を得ているように思われる。従業員の側に株式を保有し続ける正当な利益がある。また、商法210条の立法趣旨のひとつとして、株主間の機会の不均衡をもたらすような行為を、会社はなすべきでないということがあげられている。従業員株主からの株式の買付価格が実価より高ければ、従業員株主を不当に優遇することとなり、また実価より低ければ、残った他の株主が得をして売った従業員株主が損をすることになる。さらに、従業員持株制度における株式買戻契約は附合契約的性質を有するものであり、経済的強者であり、その一方的作成者である会社が自らその無効を主張できるとすれば、それとのバランスからいっても、経済的弱者である従業員にも無効の主張を認めるべきであろう(注17)。また、従業員持株制度において、従業員が退職し会社がその株式を買い取ることであり、会社が買取資金を負担して自己株式を取得することとなり、参加従業員全員を同じ取り扱いにしなければならない。会社の経営状態が良好なときはよいが、悪化したときにも多数の参加者が退職して株式の買い取りを求めると、会社はその買取資金を負担しなければならない。このような行為は会社資産の充実を害し、会社債権者を害するおそれがあり、株主平等の原則に反するものとして、他の株主からの無効の主張も可能であろう。商法210条違反の取引は原則として無効であって、その無効を主張するにつき、正当な利益を有するものはその無効を主張できると思われる。退職後も株式を保有し続けることに正当な利益を有する者は、商法210条違反による無効を主張できると思われる(注18)。また、問題は持株会による会社の株式の取得が、会社の計算において株式を取得することになるか否かである。もし会社から従業員に対する貸付金の形をとり、その支払金利と配当金とを相殺し、かつ、株式の値下がりの損失を保証をするとすれば、会社の計算で株式を取得したことになり、商法489条2号だけでなく商法210条にも違反する。しかし、奨励金の形をとっていれば問題は生じないが、持株会が会社と経済的に一体であれば違法と考えられる余地もある。持株会の株式取得資金の大部分は従業員の拠出金からなるものであり、配当金は従業員に帰属し、株価値下がりによる損失も従業員の負担となることから、会社の計算により取得しているとはいえない(注19)。したがって、会社が自己株式を取得することは株主に対する出資の払い戻しとなり、会社資産の充実を害することとなる。また、自己株式売買により不当な投機や株価操作が行われたり、自己株式取得が会社支配権を維持する目的で利用されるときは、株主および会社債権者の利益を害されることとなる。それゆえ、会社名義で会社の計算により自己株式を取得することは無効であるが、持株会が会社から支給される奨励金を株式取得資金の一部として株式を取得することは、自己株式取得禁

止（商法210条）に反するものではない。また、学説・判例によれば、商法210条の立法趣旨が会社財産の確保にあり、同条により保護されるのは会社・会社債権者・一般株主等であり譲渡人ではないことから、譲渡人が同条による無効を主張することは認められないが、会社側が主張することは許されるというものである。これは、片手落ちで不合理なものであると思われる。保護の利益は重視すべきことであるが、無効の主張は双方対等の権利として認めるべきであろう。

### （３）譲渡価格の有効性

#### ①譲渡価格の算定方法

従業員持株制度は従業員の財産形成を目的とするものであり、従業員が自己都合や退職等により持株会から脱会する際、取得した株式を会社または持株会に譲渡することが約定されているとき、株式の譲渡価格が問題となる。公開会社においては市場価格（時価）があり、原則としてこの価格が公正な譲渡価格と考えられるが、閉鎖会社においては市場が存在しないため、脱会の都度、譲渡価格としての公正な価格の算定は容易ではない。特に取得後短期間で譲渡して利鞘を稼ぐような場合は、取得価格または一定の価格を譲渡価格としても正当化されよう。

本制度によって会社の株式を取得する従業員は、会社に対して確定額の金銭債権を有する者ではなく、会社の株式に投資する者である。会社の株式に投資することによって、従業員は会社の事業経営の危険を負担するとともに、その成功の利益を直接に享受する。すなわち、従業員はその取得する株式について利益配当を受け、会社の持分価値が増加すれば、株式を売却することによって売却益を得る利益を有する（注20）。したがって、配当性向が100%ならば取得価格を譲渡価格としても認められるが、利益の一部を利益配当とし、残部を内部留保し、株式の持分価値が増加しているときは、株式売却によるキャピタルゲイン獲得の機会が与えられなければならない。会社もしくは持株会と従業員の間で、取得価格や一定の価格での買戻価格を約定した場合、従業員に対して従業員持株制度によって取得する株式につき、売却益の獲得を否定することであり、株式投資の利益を利益配当に限定しなければならないことを意味する。しかし、このことは会社の事業経営による利益がすべて利益配当として株主に分配される場合を除いては、株式投資の本質に反するものであり（注21）、事実上従業員の危険負担において会社が投機しているといってもよからう。また、従業員は株式投資の危険を負担しながら、何年たってもキャピタルゲインを獲得できないのでは、株式投資の本質に反するのみならず、従業員持株制度の目的（従業員の財産形成）にも反することとなろう（注22）。しかし、特に閉鎖会社にあつては、株主は株式を他に譲渡して換金しようとしても事実上不可能であり、制度運営主体によって買い取られることがむしろ唯一の換金方法である。そして、その買取価格を株式の実価とした場合には、制度としてたちまち買い取り資金の枯渇をきたし、制度そのものが成り立たなくなる（注23）。また、本制度において、従業員と会社もしくは持株会が譲渡価格について合意することは合理性は認められるが、そのような合意が有効であるためには、その合意にしたがって算定される価格が、株式の真実の価値と合理的な関連性を持っていることが必要である。しかるに、株式の真実の価値と合理的に関連するものと認められる、株式の純資産価格または類似業績会社の株価等とは全く無関係に、株式の取得価格や一定の価格を譲渡価格とする合意は、かかる合意の有効性の要件を欠くものとして無効と断ぜざるを得ない（注24）。このように、従業員と会社もしくは持株会とが譲渡価格を決定し合意することは合理的であるが、その価格の算定方法は株式投資の本質や従業員持株制度の目的から、公開会社にあつては譲渡時における時価を譲渡価格とし、閉鎖会社においては純資産価格または類似業績会社の株価等を譲渡価格とする方法が有効と思われる。利益のすべてを配当として分配しない場合、取得価格を譲渡価格とする約定は合理性を認められない。

#### ②公序良俗違反との関係

会社の利益の相当部分を利益配当として株主に分配されない場合には、取得価格を譲渡価格とするような約定は、従業員持株制度によって株式を取得した従業員から、その者が本来受けるべき重要な利益を奪うものであり、不合理なものとして公序良俗に反する無効なものと解される(注25)。また、裁判所が買戻価格は時価もしくは公正な価格より著しく低い価格であっても、公序良俗に反しないと判断した理由は五つあげられる。

- 1) 株式を時価より安い価格で取得している。
- 2) 毎年高額の配当を受領して利益を得ている。
- 3) 定款の定めにより株式譲渡に取締役会の承認を要するので、株式についてはもともと市場における自由な売買が予定されていない。
- 4) 未上場株式について退会の都度個別的に引取価格を定めることが實際上難しい。
- 5) 株式取得後、株式の時価が無視し得ないほど高騰したことを確認するに足りる的確な証拠がない(注26)。

そもそも、公序良俗違反なるものは具体的にはこれを定義することはできず、法政策的、倫理的判断の根拠を裁判官に付与するための一般条項である。実際には契約のある部分のみを切離して観察すると、その部分自体は別段公序良俗違反ではないが、他の部分を含めて契約全体を観察してはじめて、その契約が公序良俗違反で無効だというべき場合は少なくない。この場合も、取得価格や一定の価格を譲渡価格とする約定自体は合理性を有し有効であるが、合意があっても経済的弱者である従業員が会社や持株会と行う契約は自由な合意と認められない。それゆえ、高配当でかつキャピタルゲインも獲得可能なものでなければ、株式投資の本質にも反し従業員持株制度の目的にも反することとなり、この約定は無効といわざるを得ないし公序良俗に反するといえる。このように、個々の契約が強行法規に反しなくとも、全体として無効とすべきであるというような総合的判断が必要である。

#### (4) 奨励金支給上の問題点

##### ①利益供与禁止規定

従業員持株制度は、従業員である持株会会員が株式購入のために支払う毎月の積立額に応じて会社が奨励金を支出し、株式の議決権は持株会理事長が行使することになっている。この奨励金供与が、商法294条の2に規定する利益供与禁止規定に違反するおそれはないかという問題である。この点について熊谷組持株会事件において昭和60年3月29日の福井地方裁判所判決(昭60・3・29資料版商事法務60年4月号22頁、金判720号40頁)により、裁判所は奨励金の支給は当該規定の株主の権利行使に関して、財産上の利益を供与したものと推定を受けることを認めたが、熊谷組持株会規約によると、会員が毎月積み立てた積立金は株式投資に充てられ、これにより取得した株式は、会員の積立口数に応じて登録配分し、会員は自己に登録配分された株式を持株会理事長に管理させる目的をもって信託するものとし、理事長が受託する株式を、理事長名義として会社の株主名簿に名義を書き換えるものとする。このように理事長名義に書き換えられた株式の議決権は、理事長が理事会の決議に基づき行使するのであるが、会員はその登録配分株数に応じて株主総会ごとに持株会理事長に特別の指示をすることができる。この場合、理事長は理事会の決議と異なって、その会員の指示に従って議決権を行使しなければならないので、通常は議決権の不統一行使をしなければならない。このような規定が持株会規約において設けられているため、取得した株式の議決権の行使についても制度上は各会員の独立性は確保されている。そして、持株会の役員の選出方法が持株会総会の決議によることを含め、熊谷組の取締役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はなく、一定数を越えた保有株式を自由に処分できるし、奨励金の額または割合も、持株会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との事実認定がなされた。この認定により、裁判所は「奨励金の支払は……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するのが相当であるから、株主の権利行使に関してなしたものと前記推定は覆るものというべきである。」と判示した(注27)。しかし、持株会理事長が理事会の決議に基づき議決権を行使するにつき、持株会会員が株主総会ごとに持株会理事長に対し特別の指示をなすことができると規約上定められていても、理事会の決議および理事長の議決権行使は、通常は取締役の意思にしたがってなされるから、会員は会社の上司の意思に反して独自の見解を主張することはほとんどできないのが通常である。会員は当該会社における将来の出世や身分を断念しないかぎり、理事長に対し特別の指示をなすことはできないと考えるのが実際に適合した見方である。すなわち、実際上は会員の議決権行使の独立性はなく、この奨励金支出は商法294条の2に違反する利益供与と解するのが正当と思う。契約自由の原則は制度上は認められているが、実際上は多くの部門において契約の内容および締結は自由ではなく、経済上の強者の一方的強制により締結されている場合が多いのである。いわゆる、附合契約および当事者の地位の強弱の著しい場合がそれであり、この場合には制度上は自由であっても実際上は自由でなく、その契約の内容および締結方法につき、強者を抑制し弱者を保護するために特別な法令が作られたり(例えば借地法、借家法、諸労働法)司法的救済が認められている。すなわち、制度よりも実際の運用がどうなっているかに主眼点をおいて判断しなければならない(注28)。このように熊谷組持株会事件の判例は、従業員持株会に対する奨励金の支出は、規定上株主議決権行使の独立性が制度上定められているので、利益供与禁止規定に反しないというものであるが、実際上は強者の側の意思にしたがって理事会の決議および理事長の議決権行使が行われるのであるから、利益供与禁止規定に反しないと決することはできないと思う。さらに、本制度により株式購入のために積み立てを行う従業員に、会社が一定割合の奨励金を補助として支出することは出資の払い戻しと考えることができる。また従業員株主のみがこのような奨励金を供与されるということは、他の株主との関係上株主平等の原則に反する。

## ②取締役の忠実義務との関係

会社が持株会ないしは従業員に対して支出する奨励金が、取締役の忠実義務(商法254条の3)に違反しないかどうかが問題となる。この忠実義務の本質は会社すなわち株主の利益だけを図ることにあり、取締役個人または会社以外の第三者の利益を図らない限りにおいて適法である。この問題は奨励金支出がどういう目的でなされるかにより、取締役が自己の地位を国内或いは国外の第三者に対して防衛するためであるならば、すなわち、内国または外国資本による乗っ取り防止のためであるならば、それは取締役の地位保全のためであって、必ずしも会社のためとはいえないから忠実義務違反となる疑いがある。したがって、株主安定工作という面を強調し、そのみを目的とすると違法の疑いがある。この制度は従業員の財産形成政策を目的とし、それが従業員の福祉を増進してその定着に貢献し、ひいては会社における労働者の勤労意欲の増進を狙っている限りにおいて、奨励金の支出は会社ひいては総株主の利益に合致して、取締役個人または会社以外の第三者の利益を図るものとはいえないから忠実義務違反とはいえない(注29)。このように、本制度における奨励金支給は従業員株主の利益が図られる限り適法であるし、会社が株主安定効果を目的とするのは合理的なことである。しかし、強者の論理により、実際上株主議決権行使の独立性が保障されていない場合は忠実義務違反となる場合もありうる。

## (5) 株券交付・不交付の問題

従業員持株制度において、従業員株主は株式そのものを単独に所有することなく、会社や持株会が預かり保管し株券の交付を受けないという契約を定めた場合、株券は従業員株主が毎月積み立てた積立口数に応じて登録配分された持分に応じ共有権を有するが、株式それ自体は持株会理

事長に管理させる目的をもって信託され、理事長名義として株主名簿に登録される。この場合、株券不交付契約の有効性や議決権行使が問題となる。株券不交付契約の目的は、従業員所有株式を一括して特定の者の支配下に置き続ける事であり、このような契約は、分割可能な共有財産の分割請求を禁止する特約と見ることができる。この契約は民法256条1項但書により5年間しか効力を有しないと考えられ、この分割禁止期間は更新できるが、民法256条2項により更新時より5年を超えることはできない。しかし、従業員が特定の株券に対して所有権を有する場合には、たとえその返還時期が契約により定められていたとしても、民法662条により従業員はいつでもその株券の返還を請求できる(注30)。従業員所有株式を一括して特定の者の支配下に置き続けることの意義は、議決権を一括行使させようとする点にあり、持株会理事長に信託され理事長名義となっている。この株式の議決権は理事長が理事会の決議に基づき行使するのであるが、従業員株主はその登録配分株数に応じ持株会理事長に特別の指示をすることができ、理事長は議決権の不統一行使(商法239条の2)の手続きをとらなければならない。このように株券の不交付契約がなされていても従業員が所有権を有し、配当請求権、残余財産請求権も従業員株主に帰属する場合は、株券返還時期が契約で定められていても、民法662条により従業員はいつでも返還請求でき、株券の交付を受けた場合と全く同様の法的効力があり法律上の問題は存在しない。しかし、従業員所有株式の持分に応じ、持株会理事長に特別の指示をなすことができると規定上定められていても、實際上、議決権行使は取締役の意思にしたがってなされるから、会員は独自の見解を主張することは将来に影響することとなり、会員の議決権行使の独自性はないと思われる(注31)。議決権の従業員株主による直接行使を、信託契約により制限すること自体は違法ではないが、会社が積極的に働きかける形で議決権を現経営者に有利に行使させようとするならば、決して好ましいことではない(注32)。したがって、株券不交付契約の目的は、従業員所有株式を一括して特定の者の支配下に置き続け、売却を防止することであり、議決権を一括行使させるという点にある。株券を交付し、従業員株主が善意の第三者に売却した場合、議決権行使に当然影響が出てくる。やはり、株券の交付・不交付における法律上の実質的問題は、議決権の独立性の有無にある。株券の名義を持株会理事長でなく従業員株主とし株券は不交付とすれば、株券を一括管理し売却防止できると同時に、投票の直接秘密性と独立性は通常の株主同様保たれる。

- (注2) 市川兼三 「従業員持株制度における退職時の株式買戻(中)」  
商事法務1322号 28頁(1993)
- (注3) 上柳克郎 新版注釈会社法(3) 59頁(1990)
- (注4) 上柳克郎 前掲 (注3) 71頁
- (注5) 市川兼三 「従業員持株制度と株式買戻(中)」  
商事法務1153号 23頁(1988)
- (注6) 鈴木・竹内 会社法(新版) 147頁(1989)
- (注7) 市川兼三 前掲 (注5) 23頁
- (注8) 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 480号 3頁(1969)
- (注9) 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」  
判例タイムス510号 7頁(1983)
- (注10) 市川兼三 前掲 (注5) 24頁
- (注11) 龍田 節 「従業員持株制度と株式の譲渡価格」  
商事法務1055号 103頁(1985)
- (注12) 市川兼三 前掲 (注5) 24頁
- (注13) 前田雅弘 「契約による株式の譲渡制限」 121巻1号 40頁



- (注14) 蓮井良憲 新版注釈会社法 (3) 227頁 228頁 229頁 (1990)
- (注15) 鈴木・竹内 前掲 (注6) 142頁 143頁
- (注16) 龍田 節 前掲 (注11) 102頁
- (注17) 市川兼三 「従業員持株制度と株式買戻 (下)」  
商事法務1154号 65頁 66頁 (1988)
- (注18) 市川兼三 前掲 (注2) 32頁
- (注19) 矢沢 惇 前掲 (注8) 2頁
- (注20、21) 神崎克郎 前掲 (注9) 6頁
- (注22) 市川兼三 前掲 (注17) 68頁
- (注23) 河本一郎 前掲 (注1) 111頁
- (注24、25) 神崎克郎 前掲 (注9) 7頁
- (注26) 市川兼三 「従業員持株制度における退職時の株式買戻 (上)」  
商事法務1321号 10頁 (1993)
- (注27) 河本一郎 前掲 (1) 110頁
- (注28) 田中誠二 「利益供与禁止規定の厳格化およびこの規定と従業員持株制度」  
商事法務1071号 7頁 8頁 (1986)
- (注29) 矢沢 惇 前掲 (注8) 2頁 3頁
- (注30) 市川兼三 「従業員持株制度における退職時の株式買戻 (下)」  
商事法務1323号 18頁 (1993)
- (注31) 田中誠二 前掲 (注28) 8頁
- (注32) 谷川 久 「従業員による自社株式取得ないし保有のための制度の問題点」  
商事法務 255号 5頁 (1962)

#### 4. むすび

米国では従業員持株制度は年金制度の一種とされ、その目的は従業員の勤労意欲を高めて生産性を向上させるとともに、従業員の退職後の所得増加にある。従業員の退職の際、原則として従業員は会社に対して売渡義務を負うことなく売付選択権を与えられているので、彼が望むなら退職後も株式保有を継続でき、株式の現金化を望むなら株式の買手を自由に探すことができる。ただ、会社は従業員がこのように探し出した善意の買手と同等以上の条件を提供することによってのみ、優先的に従業員から株式を買い戻すことができる優先先買権を有する。従業員は会社以外に買手を見つけ出すことができない場合には、会社に対して株式の買取を請求できる。この場合の会社の買戻価格は公正な評価方式によって定められる。ただ、米国の従業員持株制度においても、会社が定款または付属定款によって、実質的にみて従業員全体の共有物とされているような場合には、例外的に従業員持株制度は、退職する従業員に対し株式に代えて現金を交付することが認められている。これは会社で働いている従業員全体の利益を守るためのものであろう (注33)。

日本における従業員持株制度の立法的解決方法として、市川兼三教授は、会社外の第三者を買受機関として設定することによって、従業員に持株の現金化を保障することが可能となり、商法204条1項違反の問題も生じない。従業員が株式を現金化する必要の生じた場合に、従業員の求めに応じて、公正な価格でその株式を買い取る会社外の買受機関を用いることは、閉鎖会社において従業員持株制度を採用した経営者の道義的責任である (注34)。と言及されている。それに対して、田中誠二教授は、日本では全部が記名株式であるから、従業員に配分された株式を直ちに従

業員名義に書き換え、その株券を持株会に寄託することにすれば、従業員は株式の譲渡はできないが、議決権の行使は独立し直接秘密投票できるので、この制度に改めれば従業員持株制度が利益供与禁止規定と抵触しないで存続してゆくための良い方法と考える（注35）。と述べられている。

私見としては、買受機関を設定するのも妙案と考えるが、従業員所有株式を持株会理事長名義とするのではなく、直ちに従業員名義に書き換えることにより、買受機関に多額の手数料を支払わなくて済み、当事会社の執行部と買受機関との親密関係により、投票の秘密が当事会社の執行部に漏洩するおそれもない。したがって、直接秘密投票による議決権行使の独立制が守られ、奨励金供与による利益供与禁止規定にも抵触しない（注36）。また、米国の従業員持株制度にみられるような、持株会に対して売付選択権を認めることにより、株式譲渡自由の原則および自己株式取得禁止規定にも違反しない。そのうえ、公正な譲渡価格によるため、合意の有効性を欠くものではないし公序良俗にも反しない。すなわち、従業員は会社に対してではなく、持株会に対して売付選択権を有することにより、退職後も株式を保有継続でき、現金化を望むなら善意の買手に自由に売却することもできる。また、好ましくない者が株主となって会社経営を混乱させることを防止するため、持株会に対して、善意の買手と同等以上の有利な価格による優先先買権を認める。この場合、先買権による買戻価格と通常の買入価格との差額は会社が補充し、従業員拠出金との合計額により、先買権による買戻株式を購入し他の従業員名義とする。ただし、買戻資金の増大が予想されるので、あらかじめ会社と持株会が協力して計画的に資金を積み立てて準備する必要がある。

（注33） 市川兼三 前掲 （注17） 67頁

（注34） 市川兼三 前掲 （注17） 68頁

（注35） 田中誠二 前掲 （注28） 10頁

（注36） 田中誠二 前掲 （注29） 9頁

（文教大学経営情報専門学校）