

【研究論文】

米国 ESOP の導入と企業業績への効果

暮石 秀樹

論文要旨

本稿は、米国で普及している ESOP (Employee Stock Ownership Plan: 従業員株式所有制度) の導入が企業業績に与える影響を検証した先行研究を文献レビューによって、その効果を明らかにすることを目的としている。

ESOP は米国で誕生して以降、多様な目的で上場・非上場企業において導入が進んでおり、ESOP 導入による企業業績への影響が検証されている。一般的には、ESOP の導入は業績の改善につながると考えられているが、ESOP の導入それのみによっては、業績は改善しない。ESOP を通じたオーナーシップの共有と従業員による経営への積極的な参画がある場合において、企業業績は改善する。この結果は、非上場企業において最も当てはまっており、非上場企業における ESOP の導入は肯定的な結果が得られている。これに対して、上場企業における ESOP 導入の効果は、肯定的・否定的な結果が混在した結果となっている。

1 はじめに

米国では、確定拠出型年金の一形態である ESOP が広く普及している。ESOP とは、全額企業拠出によって退職従業員に対して無償で自社株式を給付する制度である。この ESOP は、法律家・経済学者であった Louis O. Kelso が考案した。Kelso は ESOP によって、資本の分配を労働者にまで拡大し、富の再分配を公平にして富の偏在を是正すると同時に、資本所有を通じた従業員の主体的な経営への参加によって企業を成長させ、ひいては、より良い社会づくりを目指した (Kelso and Adler, 1958; 本山, 2003)。米国政府も、当時の富の偏在や米国企業の生産性や収益性を改善する手段として ESOP の普及を後押しした。

この Kelso の理念をもとに、現在、社会に対する ESOP 導入の効果を実証的に明らかにしようとする研究が米国で実施されているが、未だ道半ばである。しかしながら、ESOP 導入による従業員や企業業績への影響を検証した研究は進展しており、ESOP の導入が社会に与える効果を検証するための基礎的な研究は着実に積み上がっている (Freeman, 2007)。

キーワード：ESOP, 従業員 (Employee), 企業業績 (Corporate Performance)

ESOPは、米国の経済・社会の変化に対応して、多様な目的を持って上場・非上場企業において導入が拡大したことから、ESOPの導入が企業業績の改善に結びついているかとの疑問が呈されるようになったために、米国では1980年代から本格的にその効果の検証が行われている。そのため、米国ではESOPの導入が企業業績に与える影響に関する研究の蓄積がされてきたが、一方、日本国内ではこうした知見の蓄積は薄く、十分には伝えられてこなかった可能性がある（大湾・加藤・宮島，2017）。また近年、米国ESOPを参考に開発された日本版ESOPが上場企業を中心に拡大しているが、この日本版ESOP導入による企業業績への影響を検証した研究も進展していない。

このため、米国ESOPの導入が企業業績に与える効果を明らかにすることは、日本国内でこのような研究の知見を蓄積するのと同時に、今後、その知見に基づいて日本版ESOP導入による効果を検証するためにも意義があると考えられる。そこで本稿は、米国ESOPの導入が企業業績に与える効果を文献のレビューを通じて明らかにすることを目的とする。

ESOP導入と業績への効果を検討するにあたり、次章でESOPの定義や導入の経緯など全体的な概要を示し、第3章ではESOPの導入が業績に与えるプロセスを明らかにする。そして、第4章においてESOP導入による業績への影響に関する先行研究をレビューする。終章として、先行研究結果からESOP導入による企業業績への効果に関する結論を示す。

2 ESOPの概要

ESOPは、1974年の従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act）及び内国歳入法（Internal Revenue Code）によって、『主として適格な雇用者会社株式に投資する』確定拠出型年金信託の一形態（黒田，1999，p. 109）」として法的位付けが与えられている。このESOPは、原則的には全従業員を対象に全額企業拠出によって、退職時に無償で従業員に自社株式を給付することから、「企業が従業員の報酬制度として導入する企業の拠出（損金扱い）による従業員への税制優遇自社株分配制度（本山，2008，p. 206）」であると定義づけられる。

ESOPのスキームでは、企業は従業員のために信託を設定し、当該信託に対して現金又は自社株式を拠出する。拠出が現金の場合、信託は市場又は企業から株式を取得する。ESOPが取得した株式は、信託内の仮勘定に一旦割り当てられる。その後、企業が定める基準に従って各従業員の勘定に分配され、退職時に株式又は同等の現金が従業員に給付される。

ESOPには、信託が取得する株式の取得資金を企業の保証の下に金融機関から借入れを行い、当該資金を用いて自社株式を取得するLeveraged ESOPと借入れを利用しないNon-Leveraged ESOPの2形態が存在する。Leveraged ESOPの借入金の返済については、企業拠出やESOPが保有する株式に対する配当金を原資として返済が行われることとなる。

Kelso は、資本主義システムが不用意に用いられる時に起きる一部の富裕な者による独占的な株式保有を通じた富の一極集中に懸念を抱き、これがもたらす社会構造に対する破壊的な挑戦から資本主義を救済する手段として ESOP を提示した（深澤，2007；菅，2009）。Kelso は、この ESOP を通じて、従業員による株式保有を通じた富の再分配による平等化を実現し、かつ資本所有を通じた従業員の主体的な経営参加によって企業を成長させ、より良い社会づくりを目指したと考えられる（本山，2003；深澤，2007）。この Kelso の理念に民主党上院議員の Russel Long は共鳴し、Long の強力な後押しによって、ESOP に法的位置づけや様々な税制優遇措置が与えられ、米国では ESOP が普及することとなった。

また、米国政府が ESOP を推進した理由として、当時の米国の生産性の上昇が相対的に低いことが懸念されていたため、ESOP の普及を図った経緯も存在している（U.S. GAO, 1986）。ESOP は、退職時に従業員に株式を交付することから、その間の企業価値の増大に伴う利益を従業員が享受できるために、従業員のモラルを高揚させると同時に労働生産性の向上を図るという長期的なインセンティブ・プランとして期待されている。米国政府は、この ESOP による純粋な従業員給付を通じて富の分配を公平にし、企業の生産性や収益性を向上させ、米国の経済成長を達成することを意図していた。

米国政府は、ESOP の導入を後押しするために一定割合を上限として、企業拠出や借入利息の損金算入、配当金の損金算入、事業継承を目的とした企業オーナーの株式売却益の課税の繰り延べ等の税制上の優遇措置を設けた。この税制優遇は、株主の富や業績を高めるとされているが（Chen and Kensinger, 1985; Chang, 1990）、企業は税制優遇を十分に活かしておらず、ESOP 導入の主要なインセンティブとはなっていない（Chaplinsky and Niehaus, 1990; Scholes and Wolfson, 1990; Dhillon and Ramirez, 1994）。

ESOP は税制優遇を目的とした導入以外にも、1980 年以降に多様な目的で普及することとなった。その 1 つに、1980 年代に米国で急増した敵対的買収への防衛策としての ESOP の導入が挙げられる。これは、ESOP は原則として全従業員を対象としており、また、在職中の株式の引き出しができないことから安定株主を確保する目的に適合しているために、買収防衛策としての効用が期待されたためである。実際、買収の脅威にさらされていた企業が ESOP 導入によって借入れを利用して大規模に株式を取得し、経営陣に友好的であると考えられる従業員に株式を付与することによって安定株主を確保すると同時に、企業の負債を増加させることによって企業の魅力を失わせ、買収の脅威から企業を防衛するために ESOP の導入が拡大した（Scholes and Wolfson, 1990; Beatty, 1995; Pugh, Oswald and Jahera, 1999）。

また同時期において、Chrysler や United Airlines といった経営危機に瀕した企業が、企業再建の必要性から労務費を削減するために大幅な賃金譲歩を従業員に迫る一方で、将来の企業再生に向けた株主と従業員の利害を一致させることによって、報酬の減額やリストラに耐える従業員に強いインセンティブを与える目的で ESOP を導入するケースも増加した（井潟・野村，2001；井

湯・菅, 2003; Menke and Buxton, 2010)。

これらの目的以外にも ESOP は、上場企業の非公開化 (Going-private) などの目的での導入も進んだが、現在は主として非公開企業を中心に事業継承の手段として ESOP の導入が進んでいる (Menke and Buxton, 2010)。

このように、ESOP は法的定義が付与されて以降、多様な目的で導入が拡大し、2014 年時点で ESOP のプラン数は約 6,608、加入者数は約 1,400 万人、資産残高は約 13,000 億ドルの規模を持つまでに拡大し、全米で普及している (U.S. DOL, 2016)。

Kelso は、公正な社会を希求して ESOP を考案したが、米国の経済・社会の変化に伴って、ESOP は敵対的買収防衛の手段等の多様な目的で導入が進んでいった。このような中で、研究者は ESOP が業績を改善させる手段として機能するかについて疑念を呈するようになり、ESOP 導入による業績への効果に関して実証的な研究が行われるようになった。

3 ESOP導入が企業業績に与える影響プロセス

一般的に、ESOP の導入を通じて従業員にオーナーシップを付与することにより、従業員は企業の成長に伴って利益を享受することが理解できるために、モチベーションやコミットメントが高められ、企業業績に正の影響を与えることが期待されている。しかしながら、オーナーシップの付与それ自体のみでは企業業績の改善にはつながらない (Pierce, Rubenfeld and Morgan, 1991; Kruse and Blasi, 1997; Iqbal and Hamid, 2000; Kruse, Freeman, Blasi, Buchele, Scharf, Rodgers and Mackin, 2004; Henry, Kavanaugh, Strecher and Chisholm, 2007; Rosen, 2014; Rosen and Rodgers, 2014)。

オーナーシップが業績の改善に結びつくためには、従業員がオーナーとして実質的な意思決定の権利を持って経営に参画することが求められる。これにより、経営に対する責任感が醸成されると同時に従業員満足も高められ、従業員の行動に正の影響を与えることとなり、従業員の帰属意識や勤労意欲の向上 (Long, 1978; Greenberg, 1980; Long, 1980; Klen, 1987; Levine and Tyson, 1990; Ben-Ner and Jones, 1995)、職務遂行能力の向上や離職率の低下につながり、財務指標の改善など企業業績に正の影響を与える (Pierce et al., 1991)。

この労働者からオーナーへの転換には、従業員がオーナーとしての責任を保持し、そして企業の成長に向けて自らの行動を貢献していくという、一朝一夕には育むことが困難な本物の所有者意識の醸成、すなわち従業員がオーナーのように考え、主体的に経営に参画することが可能な環境であるオーナーシップ・カルチャーの醸成が必要とされる (Rosen, 2014)。

オーナーシップ・カルチャーの醸成には、ESOP を通じたオーナーシップの共有と従業員による主体的な経営参画と共に (U.S. GAO, 1987; Conte and Svejnar, 1990; Levine and Tyson,

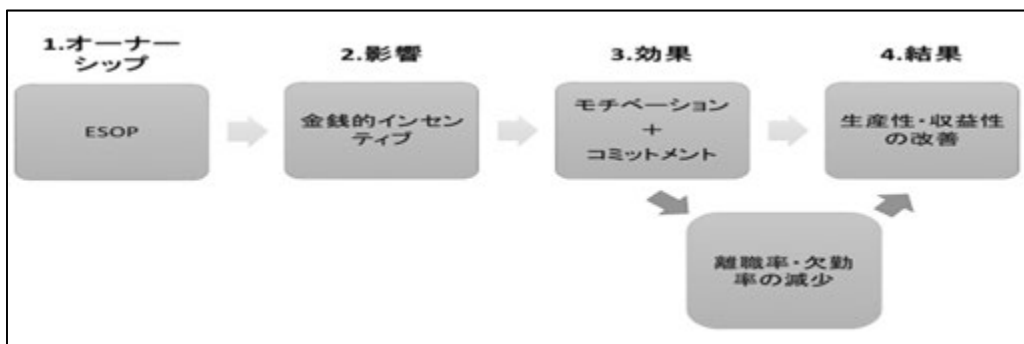
1990; Kruse et al., 2004; Rosen, 2014; Rosen and Rodrick, 2014), 従業員が意思決定をするために必要な財務情報や経営情報などの情報の共有と、それら情報の適切な理解のための従業員教育が必要とされる (OEOC, 1998; Teodosio, 1998)。これらが組み合わさった時に、ESOP の導入は高業績につながり、企業業績を改善させるための競争ツールとして機能する (OEOC, 1998; Teodosio, 1998; Rosen, 2014)。

以上を踏まえ、ESOP の導入が企業業績に与えるプロセスを概観すると、図表 1 に示すプロセスを経て、企業業績に直接的・間接的に影響を与えていくと考えられる。

企業は、従業員がオーナーとしての責任を持って経営への参画を可能にするために、従業員にオーナーシップを付与する。オーナーシップの付与により、従業員に勤労意欲を刺激する金銭的インセンティブを与えるのと同時に、組織へのコミットメントを高める。これによって、従業員は企業が成長すれば、保有株式価値の高まりや配当金を通じて金銭的利益を享受することが可能となるためにモチベーションが高められる。そして、動機づけられた従業員は、企業内で共有されている財務情報や経営情報等の情報を会計教育などの従業員教育を通じた適切な理解に基づいて、的確かつ自律的に意思決定に参画することによって、企業の生産性や収益性の改善に直接的な影響を与える。

また、企業に対するコミットメントの高まりは、間接的に離職率や欠勤率の低下につながり (Buchko, 1992, 1993; Doggett, 2002; Kruse, Blasi and Freeman, 2012), 企業が実施する従業員教育への投資を価値あるものにする。すなわち、製品や技術革新に対する投資の見返りは、職場で蓄積され、従業員に体化された暗黙知に依存していることから、離職率の低下は従業員教育投資からの長期的な見返りを増加させる可能性があり、間接的に企業の生産性や収益性を増加させる (Michie, Oughton and Bennion, 2002)。

図表 1 ESOP 導入が業績に与える影響プロセス



参考: Michie, Oughton and Bennion (2002, p. 6)

4 ESOP導入による企業業績への効果

米国 ESOP は、上場企業や非上場企業において幅広く導入されており、ESOP 導入による業績への効果については、ESOP 導入企業と ESOP を導入していない企業間の業績の比較、ESOP 導入前後の業績の比較、クロスセクション分析による研究が実施されている。

本節では、ESOP 導入による企業業績への影響を米国の研究や調査からの総合的な評価、そして、上場企業と非上場企業それぞれにおける ESOP の導入が企業業績に与える影響に関する先行研究のレビューを行う。

4.1 ESOP導入による企業業績への影響に関する総合的評価

ESOP 導入による企業業績への影響に関しては、米国では多くの研究が行われており、これら先行研究のレビューや調査が実施されてその評価が行われている。

ESOP の導入と企業業績に関する研究は、ESOP 導入によるオーナーシップの共有と従業員による経営への参画が組み合わさった場合に、企業業績の改善が報告されている (Conte and Svejnar, 1990; Levine and Tyson, 1990; Rosen, 1990; Rosen, 2014)。

そして、米国の過去 20 年間以上にわたる ESOP の導入が企業業績に与える影響に関する先行研究のメタ分析を実施した結果では、ESOP 導入企業は非導入企業に比べて平均的な生産性が 6.2%高く、ESOP 導入後の生産性も 4.4%高まっており (Kruse and Blasi, 1997; Kruse, 2002)、ESOP の導入は企業業績に対して正の関係を示すことが明らかにされている (Doucouliagos, 1995)。また、ESOP を含めた従業員所有制度の導入と企業業績の関係は、肯定的・中立的な結果で割れているとしながらも、ESOP が導入された年の生産性は平均して 4-5%改善しており、この高い生産性の水準は ESOP 導入後においても維持されている (Kruse, 2002)。さらに、ESOP 導入年時には従業員一人当たり売上高といった生産性が平均して 4-5%改善し、ESOP 導入後に平均して毎年 ROA (Return on Asset: 総資産利益率) が 2.7%、売上高も約 2.3-2.4%増加していると報告されている (NCEO, 2017a)。

ESOP の導入が企業業績の改善に結びつくとも報告されている一方で、ESOP の導入は、過少投資や非効率な意思決定、不十分な監督につながり (Bonin, Jones and Putterman, 1993)、United Airlines 等の企業が破綻に陥る事例が見られるようになった (Menke and Buxton, 2010)。このため、ESOP の導入は、従業員に生産性向上に対するモチベーションを与えず、非効率な経営を固定化せる可能性もあることから、企業業績に影響を与えず、最終的には株主を害する可能性があるとも指摘されている (Nasar, 1989; Rubin, 1990)。実際、1978 年から 1986 年を通じた先行研究のレビューでは、ESOP の導入は業績の改善にはつながらないと結論づけられている (Weston, Chung and Hoag, 1990)。

このように、ESOP の導入と企業業績の関係については、混在した評価が示されている。しか

しながら、ESOP を含む従業員所有制度の導入と業績に関する多くの研究では、「従業員所有制度の導入が企業を害するとする証拠は存在していない (Blasi, 1988, p. 231)」と指摘されており、さらに、「ESOP と従業員所有制度に関する多くの研究は、圧倒的にプラスで大きく信頼できる (Freeman, 2007, p. 26)」として、ESOP 導入による業績への効果は、全体としては肯定的評価が示されている。実際に、Employee Ownership Foundation (2014) が 2000 年から 2014 年までに実施した長期的な調査でも、ESOP の導入は全体として生産性や収益性、株価を高めており、業績の改善につながっていることが明らかにされている。

4.2 上場企業におけるESOP導入の企業業績への影響

上場企業を対象にした研究は、財務情報や株価等の他の公開情報が利用可能なため、財務業績だけではなく、株価への影響や ESOP の導入を目的別に検証した研究も行われている。

ESOP 導入企業と ESOP 非導入企業間の比較に関しては、ESOP 導入企業は ESOP 非導入企業に比べて、売上高成長率や自己資本利益率、営業利益率、一株当たり純資産が高く (Wagner and Rosen, 1985)、株価も S&P500 を上回っている (Henry et al., 2007)。また、株主総利回りや ROA も高まっており、調査した企業の 60% 以上が ESOP 導入の公表後に株価が高まることが明らかにされている (Wah, 1999; Etkind and Godfrey, 2002)。

このような肯定的評価に対して、ESOP 導入企業は、トービン Q や売上高成長 (Faleye, Mehrotra and Morck, 2006)、資産及び資本並びに売上高のそれぞれに対する EBIT、税引き前利益、純利益の比率といった各収益性指標が悪化する傾向を示す結果も存在している (Livingston and Henry, 1980)。しかしながら、ESOP 導入企業は、トービン Q (Kim and Ouimet, 2008)、ROA や売上高利益率、総資産対営業キャッシュフロー比率が高く、ESOP の導入は業績に正の効果を与えている (Stretcher, Henry and Kavanaugh, 2006)。また、Livingston and Henry (1980) の研究は、①検証データ、②統計手法、③結論の提示に問題があるために研究の有効性が疑問視されており (Granados, 1983; Rosen, 1983)、ESOP の導入が業績の悪化につながるとは明らかにされていない (Livingston and Henry, 1983)。

ESOP 導入前後の業績の検証では、企業は ESOP 導入後に正の株価反応を示すと同時に (Cresson, 2007)、売上高成長が高まり (Kumbhakar and Dunbar, 1993)、投資利益率や ROA、従業員一人当たり売上高といった生産性や収益性に対して有意に正の影響を与える (Mitchell, Lewin and Lawler, 1990)。また、外部に大株主が存在している場合に、ROA やトービン Q が改善する結果も明らかになっている (Park and Song, 1995)。これらの結果と同様に、Hewitt Associates とノースウェスタン大学の共同調査では、企業は ESOP の導入によって、株主投資収益率や ROA、株価も高まり、調査対象企業の 82% の経営幹部は業績向上につながったと確信していることが明らかになっている (井潟・野村, 2001)。

ESOP 導入前後の検証では相対的に肯定的な結果が見られるが、ESOP 導入後に営業活動から

のキャッシュフローの観点から企業業績を検証した研究では、企業業績の改善が確認できない結果も存在している (Ducy, Iqbal and Akhige, 1997)。

上述したように、米国の先行研究には、ESOP 導入の目的が企業業績に与える影響を検証した研究が存在する。ESOP は、純粋な従業員給付を目的とした導入以外に、敵対的買収防衛や賃金譲歩等の目的で導入されており、これに対応して業績への影響が検証されている。

純粋な従業員給付を目的として ESOP を導入する場合、ESOP 導入後に雇用成長率や売上高成長、売上高利益率は高まり (Clark and Philippatos, 1997)、正の株価反応を示す (Chang, 1990; Chang and Mayers, 1992; Davidson and Worrell, 1994; Clark and Philippatos, 1997)。これに対して、産業調整後の結果、総資産回転率や売上高利益率、ROA が悪化する結果や (Davidson and Worrell, 1994)、従業員一人当たり売上高及びキャッシュフロー、総資産回転率といった生産性や ROA や売上高利益率、売上高キャッシュフロー比率等の収益性に影響を与えない結果も存在する (Borstadt and Zwirlein, 1995)。

しかしながら、Davidson and Worrell (1994) は、研究はサンプル数が僅少であり、短期間の検証であることから、必ずしも ESOP 導入による全体的な効果を示したものではないことを強調している。また、Borstadt and Zwirlein (1995) の研究では、産業調整前の結果は ESOP 導入後に生産性が概ね改善しており、従業員一人当たり売上高は統計的に有意な改善が明らかになっている。このため、純粋な従業員給付を目的とした ESOP の導入の場合、企業業績を改善させる可能性が考えられる。

敵対的買収防衛を目的に、企業の経営陣が自己保身の道具として ESOP を導入する場合、市場規律を乱すことから株主利益を害すると同時に、退職時に従業員が得られる株式は自社の株価に依存するために従業員の財産を危険にさらすことにつながるため、従業員のモチベーションの低下を招き、企業業績を害すると考えられる。

この敵対的買収防衛目的での ESOP の導入の場合、ESOP 導入後にごく短期的には業績を改善させるが、その一方で、財務レバレッジの増加や (Pugh, Oswald and Jahera, 2000; Pugh, Jahera and Oswald, 2005)、売上高成長率や雇用成長率、売上高利益率 (Clark and Philippatos, 1997)、ROA (Chang, 1990) を低下させ、株価も負の反応を示す (Chang, 1990; Gordon and Pound, 1990; Borstadt, Zwirlein and Brickley, 1991; Chang and Mayers, 1992; Dhillon and Ramirez, 1994; Cresson, 2007)。また、ESOP 導入後に、総資産回転率や従業員一人当たり売上高及びキャッシュフロー等の生産性や ROA や売上高利益率、売上高キャッシュフロー比率等の収益性 (Borstadt and Zwirlein, 1995)、株価 (Chaplinsky and Niehaus, 1994; Clark and Philippatos, 1997) に影響を与えない結果も存在する。

敵対的買収防衛を目的とした ESOP 導入による業績への影響は、株主価値に対してはせいぜい中立的で、多くのケースでは害する結果となっている。また同様に、生産性や収益性も悪化させる結果となっており、全体としては企業業績を悪化させる傾向を示している。

企業再建を目的に、労務費を削減するための賃金譲歩を従業員に求めるのと同時に、それに伴う従業員のモラルの低下を防ぐために ESOP を導入する場合、賃金譲歩による労務費の減少や従業員の経営参画によって、企業業績は高められると期待される。しかしながら、賃金譲歩が大規模であり、かつ、従業員の解雇を伴う場合、従業員のモラルは減退し、企業業績に対して負の影響を及ぼすとも考えられる。

賃金譲歩を目的として ESOP を導入する場合、市場では正の反応が報告されているが (Chang, 1990; Chang and Mayers, 1992), 反面、売上高成長率や従業員一人当たり売上高及びキャッシュフロー、総資産回転率といった生産性や ROA や売上高利益率、売上高キャッシュフロー比率等の収益性には影響を与えず (Borstadt and Zwirlein, 1995; Clark and Philippatos, 1997), 同様に、市場に影響を与えない結果も明らかになっている (Dhillon and Ramirez, 1994; Clark and Philippatos, 1997)。

賃金譲歩を目的として ESOP を導入する場合、企業業績への影響は混在した結果を示すが、その多くは企業業績の改善にはつながっていないことから、この目的での ESOP の導入は、企業の再建には成功していない (Menke and Buxton, 2010)。

このように、上場企業を対象にした ESOP 導入による企業業績への効果は、全体を通じて曖昧な結果となっている (Rosen and Rodrick, 2014)。しかしながら、ESOP の導入を目的別に検証した研究では、敵対的買収防衛や賃金譲歩目的での ESOP の導入は業績の改善にはつながらないが、純粋な従業員給付目的での導入の場合、業績改善の可能性が見られる。

4.3 非上場企業におけるESOP導入の企業業績への影響

NCEO (2017b) は、米国の非上場企業のデータは、売上高と従業員数以外は利用可能ではないため、生産性や利益、株価や ROA、その他の業績指標に依拠して研究することは基本的に不可能であると指摘している。そのため、非公開企業の ESOP の導入と業績の検証は、売上高や従業員一人当たり売上高、雇用成長といった限定的な検証が実施されている。

非上場企業における ESOP の導入と企業業績を検証した研究では、ESOP を導入する企業は、雇用成長率 (+2.4%) や売上高成長率 (+2.3%) が高まる結果が得られており、また、統計的に有意な結果は得られてはいないが、従業員一人当たり売上高 (+2.3%) も高まっており、企業業績の改善が明らかにされている (Blasi, Kruse and Weltman, 2013)。

この結果を裏付けるように、ESOP 導入企業は ESOP 非導入企業と比べて、雇用成長率が 2.78% 高く (Rosen and Klein, 1983), 同様に、雇用成長率が 3.4 倍、売上高成長率は 1.3 倍高まっており (Cohen and Quarrey, 1986), 従業員一人当たり売上高も平均して 8.8% 高いことが明らかになっている (Kramer, 2010)。また、統計的に有意性は得られていないが、税引前の売上高利益率は 1.7 倍高いと報告されている (Conte and Tannenbaum, 1978)。

ESOP 導入前後の業績を検証した結果においても、企業は ESOP 導入後に雇用成長率が 3.84%、

売上高成長率も 3.51%改善しており、対象企業の 73%は ESOP 導入後に業績が著しく改善する結果となっている (Rosen and Quarrey, 1987)。

また、単なる ESOP 導入の場合には、生産性 (付加価値を労働コストで割った比率) や ROA から見た収益性に影響を与えないが、従業員の意思決定への参画がある場合に生産性は高まり、企業業績の改善につながっている (U.S. GAO, 1987)。同様に、ESOP の導入と共に、従業員の経営参加の程度が高い場合、売上高成長率と雇用成長率が高くなることが報告されている (Winther and Marens, 1997)。さらに、従業員に会計情報を与えるのと同時に会計教育を施し、従業員の利益意識やコスト意識を高め、従業員による主体的な経営参画を促して企業を成長させることを目的とした経営手法である OBM (Open Book Management) を実践する ESOP 導入企業は、売上高成長が 2.21%、雇用成長率も 1.14%高まることが明らかになっている (NCEO, 2017c)。

このように、非上場企業における ESOP の導入が企業業績に与える効果に関しては、概ね肯定的な結果が示されている。そして、オーナーシップと共に従業員の経営への参画が存在している場合には、著しい業績の改善が見られることが明らかになっている。

5 結論

本稿は、ESOP 導入による企業業績への効果を明らかにするために、米国の先行研究を文献のレビューを通じてその効果を明らかにした。

ESOP の導入と企業業績への影響に関する研究の全体的な評価としては、ESOP の導入が企業を害するとする証拠はなく (Blasi, 1988)、企業業績に対して正の影響を与えていると評価されている。しかしながら、ESOP 導入による企業業績への影響を上場企業と非上場企業それぞれにおいて検証すると異なる結果が得られている。

上場企業を対象にした先行研究は、肯定的・否定的な結果が示されており、混在した結果となっている。そして、ESOP の導入を目的別に検証した研究では、敵対的買収防衛や賃金譲歩を目的とした ESOP の導入は、一時的な業績の改善が確認できるものもあるが、全体としては企業業績の改善には結びつかない結果となっている。これに対して、純粋な従業員給付を目的として ESOP を導入する場合には、企業業績に改善の可能性が見られる。

非上場企業における ESOP の導入が企業業績に与える効果に関しては、財務情報の制約のために、上場企業に対する研究よりは限定的な検証ではあるが、ESOP 導入によって売上高成長率や雇用成長率、従業員一人当たり売上高が高まり、ESOP 導入による企業業績の改善が確認されている。特に、ESOP を通じたオーナーシップの共有と従業員による経営への参画が存在している場合には、高い業績の改善につながることが明らかになっている。

以上の結果から、ESOP の導入と企業業績との関係は、上場・非上場企業においては一貫した結果は得られていないが、ESOP を通じたオーナーシップの共有と従業員の参加的な経営が結びつき、企業内にオーナーシップ・カルチャーが醸成される場合に、業績が大幅に改善することとなり、ESOP は強力な競争ツールとなりえる。しかしながら、オーナーシップあるいは経営への参画のいずれかのみでは、業績の改善にはつながらない。この結果は、非公開企業の研究において当てはまっている。これに対して、上場企業における ESOP の導入は混在した結果が明らかになっており、一貫した結果は得られてはいない。

ESOP の導入と企業業績への影響に関する近年の研究は、非上場企業におけるデータの収集の困難さ等の理由から、実証的な研究は落ち着きを見せている。しかしながら、現在米国では、Kelso の理念に基づいて ESOP の社会に対する効用を検証することを目的に研究が進んでいる。一方日本においても、米国 ESOP とは制度上異なるが、類似する制度であると考えられる従業員持株会の企業業績への影響を検証した研究が近年において実施されている（大湾・加藤・宮島，2017）。この研究では、従業員持株会には生産性を押し上げる効果があり、それによって生み出された利益の一部が賃金に還元され、企業と従業員双方に正の効果を示すことが明らかになっている（大湾・加藤・宮島，2017）。

これに対して、米国 ESOP を参考に開発された日本版 ESOP を導入することによる効果を検証した研究は、企業の業績が高まることが明らかとなっているが（暮石・佐藤，2016）、米国における研究や従業員持株会に対する研究のように、従業員や企業双方に対する影響の検証も行われず、未だ本格的な検証には至っていない。

日本版 ESOP の導入は米国 ESOP と同様に、今後、多様な目的を持って導入がなされることが予想される。そして将来的には、社会に対する日本版 ESOP 導入の効果を検証する必要もあると考えられる。そのための基礎研究として、日本版 ESOP の導入が企業業績に与える効果に関する研究をはじめ、今後は多面的な研究を行っていく必要がある。

参考文献

- Beatty, A. (1995) "The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 211-240.
- Ben-Ner, A. and Jones, D.C. (1995) "Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework," *Industrial Relations*, Vol. 34, No. 4, pp. 532-554.
- Blasi, J.R. (1988) *Employee Ownership: Revolution or Ripoff?*, Pensacola: Ballinger Publishing Company.
- Blasi, J., Kruse, D. and Weltmann, D. (2013) "Firm Survival and Performance in Privately Held ESOP Companies," in Kruse, D. (Eds.) *Sharing Ownership, Profits, and Decision-Making in the 21st Century (Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms, Volume 14)*, Emerald Group Publishing Limited, pp. 109-124.

- Bonin, J.P., Jones, D.C. and Putterman, L. (1993) "Theoretical and Empirical Studies of Producer Cooperatives: Will Ever the Twain Meet?," *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 3, pp. 1290-1320.
- Borstadt, L., Zwirlein, T. and Brickley, J. (1991) "Defending Against Hostile Takeovers: Impact on Shareholder Wealth," *Managerial Finance*, Vol. 17, No. 1, pp. 25-33.
- Borstadt, L.F. and Zwirlein, T.J. (1995) "ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, No. 1, pp. 1-13.
- Buchko, A.A. (1992) "Employee Ownership, Attitudes, and Turnover: An Empirical Assessment," *Human Relations*, Vol. 45, No. 7, pp. 711-733.
- Buchko, A.A. (1993) "The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: An Integrated Causal Model and Path Analysis," *Journal of Management Studies*, Vol. 30, No. 4, pp. 633-657.
- Chang, S. (1990) "Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation," *Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 48-58.
- Chang, S. and Mayers, D. (1992) "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 1, pp. 103-131.
- Chaplinsky, S. and Niehaus, G. (1990) "The Tax and Distributional Effects of Leveraged ESOPs," *Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 29-38.
- Chaplinsky, S. and Niehaus, G. (1994) "The Role of ESOPs in Takeover Contests," *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, pp. 1451-1470.
- Chen, A.H. and Kensinger, J.W. (1985) "Innovations in Corporate Financing: Tax-Deductible Equity," *Financial Management*, Vol. 14, No. 4, pp. 44-51.
- Clark, R.W., Philippatos, G.C. and Shrieves, R.E. (1997) "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Control," *Managerial Finance*, Vol. 23, No. 3, pp. 19-38.
- Cohen, A. and Quarrey, M. (1986) "Performance of Employee-Owned Small Companies: A Preliminary Study," *Journal of Small Business Management*, Vol. 24, No. 2, pp. 58-63.
- Conte, M. and Tannenbaum, A.S. (1978) "Employee-Owned Companies: Is the Difference Measurable?," *Monthly Labor Review*, Vol. 101, No. 7, pp. 23-28.
- Conte, M.A. and Svejnar, J. (1990) "The Performance Effects of Employee Ownership Plans," in Blinder, A.S. (Eds.) *Paying for Productivity: A Look at the Evidence*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 143-172.
- Cresson, J.E. (2007) "Stock Market Reactions to First-Time Employee Stock Ownership Plan Adoptions," *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 11, No. 2, pp. 1-14.
- Davidson, W.N.III. and Worrell, D.L. (1994) "ESOP's Fables: The Influence of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Stock Prices and Subsequent Operating Performance," *Human Resource Planning*, Vol. 17, No. 4, pp. 69-87.
- Dhillon, U.S. and Ramirez, G.G. (1994) "Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, No. 1, pp. 9-25.
- Doggett, J. (2002) "Turnover, Absenteeism and Participation," *Owners At Work*, Vol. 14, No. 2, pp. 18-19.

- Doucouliafos, C. (1995) "Worker Participation and Productivity in Labor-Managed and Participatory Capitalist Firms: A Meta-Analysis," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 49, No. 1, pp. 58-77.
- Ducy, M., Iqbal, Z. and Akhigbe, A. (1997) "Employee Stock Ownership Plans and Cash Flow Performance of Publicly Traded Firms," *American Business Review*, Vol. 15, No. 2, pp. 31-36.
- Etkind, S.M. and Godfrey, J.E.III. (2002) "ESOPs Rediscovered: Tax Advantages and Recyclable Refunding," *The CPA Journal*, Vol. 72, No. 4, pp. 60-61.
- Faley, O., Mehrotra, V. and Morck, R. (2006) "When Labor Has a Voice in Corporate Governance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 3, pp. 489-510.
- Freeman, S.F. (2007) "Effects of ESOP Adoption and Employee Ownership: Thirty years of Research and Experience," *Organizational Dynamics Working Paper*, No. 07-01, pp. 1-33. (アクセス 2016/4/10)
(http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=od_working_papers)
- Gordon, L. and Pound, J. (1990) "ESOPs and Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 525-555.
- Granados, L.L. (1983) "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits - Additional Comment," *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 50, No. 3, pp. 495-497.
- Greenberg, E.S. (1980) "Participation in Industrial Decision Making and Work Satisfaction: The Case of Producer Cooperatives," *Social Science Quarterly*, Vol. 60, No. 4, pp. 551-569.
- Henry, S., Kavanaugh, J., Stretcher, R. and Chisholm, D. (2007) "ESOP Firm Performance Pre- and Post-Market Peak: Empirical Evidence," *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 11, No. 1, pp. 37-46.
- Iqbal, Z. and Hamid, S.A. (2000) "Stock Price and Operating Performance of ESOP Firms: A Time-Series Analysis," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 39, No. 3, pp. 25-47.
- Kelso, L.O. and Adler, M.J. (1958) *The Capitalist Manifesto*, Westport, CT: Greenwood Press.
- Kim, E.H. and Ouimet, P. (2008) "Employee Capitalism or Corporate Socialism? Broad-Based Employee Stock Ownership," *Center for Economic Studies, Working Paper*, pp. 1-52.
- Klein, K.J. (1987) "Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models," *Journal of Applied Psychology*, Vol. 72, No. 2, pp. 319-332.
- Kramer, B. (2010) "Employee Ownership and Participation Effects on Outcomes in Firms Majority Employee-Owned through Employee Stock Ownership Plans in the US," *Economic and Industrial Democracy*, Vol. 31, No. 4, pp. 449-476.
- Kruse, D.L. and Blasi, J.R. (1997) "Employee Ownership, Employee Attitudes, and Firm Performance: A Review of the Evidence," in Lewin, D., Mitchell, J.B. and Zaidi, M.A. (Eds.) *The Human Resources Management Handbook (Part I)*, Greenwich, CT: JAI Press, pp. 113-151.
- Kruse, D. (2002) "Research Evidence on Prevalence and Effects of Employee Ownership," Testimony before the Subcommittee on Employer-Employee Relations, Committee on Education and the Workforce, U.S. House of Representatives, 13 February. (アクセス 2016/10/7)
(www.neco.org/library/kruse_testimony.html)

- Kruse, D., Freeman, R., Blasi, J., Buchele, R., Scharf, A., Rodgers, L. and Mackin, C. (2004) "Motivating Employee-Owners in ESOP Firms: Human Resource Policies and Company Performance," in Perotin, V. and Robinson, A. (Eds.) *Employee Participation, Firm Performance and Survival (Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms, Volume 8)*, Emerald Group Publishing Limited, pp. 101-127.
- Kruse, D., Blasi, J.R. and Freeman, R.B. (2012) "Does Linking Worker Pay to Firm Performance Help the Best Firms Do Even Better?," *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 17745, pp. 1-30.
- Kumbhakar, S.C. and Dunbar, A.E. (1993) "The Elusive ESOP-Productivity Link: Evidence from U.S. firm-level data," *Journal of Public Economics*, Vol. 52, No. 2, pp. 273-283.
- Levine, D.I. and Tyson, L.D. (1990) "Participation, Productivity, and the Firm's Environment," in Blinder, A.S. (Eds.) *Paying for Productivity: A Look at the Evidence*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 183-237.
- Livingston, D.T. and Henry, J.B. (1980) "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits," *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 47, No. 3, pp. 491-505.
- Livingston, D.T. and Henry, J.B. (1983) "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits - Reply," *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 50, No. 3, pp. 498-499.
- Long, R.J. (1978) "The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Employee Job Attitudes, and Organizational Performance: A Tentative Framework and Empirical Findings," *Human Relations*, Vol. 31, No. 1, pp. 29-48.
- Long, R.J. (1980) "Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership," *Academy of Management Journal*, Vol. 23, No. 4, pp. 726-737.
- Menke, J.D. and Buxton, D.C. (2010) "The Origin and History of the ESOP and Its Future Role as a Business Succession Tool," *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 64, No. 3, pp. 58-67.
- Michie, J., Oughton, C. and Bennion, Y. (2002) "Employee Ownership, Motivation and Productivity," *A Research Report for Employee Direct from Birkbeck and the Work Foundation*, Birkbeck University of London and The Work Foundation, 33, pp. 1-34.
- Mitchell, D.J., Lewin, D.B. and Lawler, E.E. (1990) "Alternative Pay Systems, Firm Performance, and Productivity," in Blinder, A.S. (Eds.) *Paying for Productivity: A Look at the Evidence*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 15-88.
- Nasar, S. (1989) "The Foolish Rush to ESOPs," *Fortune*, Vol. 120, No. 7, pp. 89-92.
- NCEO (2017a) "The Economic Power of Employee Ownership," (アクセス 2016 /5/8) (<http://www.esopinfo.org/infographics/economic-power-of-employee-ownership.php>)
- NCEO (2017b) "NCEO Data Sources on Employee Ownership," (アクセス 2016/2/12) (<https://www.nceo.org/articles/data-sources-employee-ownership>)
- NCEO (2017c) "Open-Book Management," (アクセス 2016/1/28) (<http://www.nceo.org/articles/open-book-management/printable>)
- OEOC (1998) "Creating a Successful Ownership Culture," *Owners At Work*, pp. 12-13.
- Park, S. and Song, M.H. (1995) "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders," *Financial Management*, Vol. 24, No. 4, pp. 52-65.

- Pierce, J.L., Rubinfeld, S.A. and Morgan, S. (1991) "Employee Ownership: A Conceptual Model of Process and Effects," *Academy of Management Review*, Vol. 16, No. 1, pp. 121-144.
- Pugh, W.N., Oswald, S.L. and Jahera, J.S. (1999) "ESOPs, Takeover Protection, and Corporate Decision-Making," *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 170-183.
- Pugh, W.N., Oswald, S.L. and Jahera, J.S. (2000) "The Effect of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are there Really Performance Changes?," *Managerial and Decision Economics*, Vol. 21, No. 5, pp. 167-180.
- Pugh, W.N., Jahera, J.S. and Oswald, S.L. (2005) "ESOP Adoption and Corporate Performance: Does Motive Really Matter?," *Journal of Business and Economic Studies*, Vol. 11, No. 1, pp. 76-92.
- Rosen, C. and Klein, K. (1983) "Job-Creating Performance of Employee-Owned Firms," *Monthly Labor Review*, Vol. 106, No. 8, pp. 15-19.
- Rosen, C.M. (1983) "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits - Comment," *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 50, No. 3, pp. 493-494.
- Rosen, C. and Quarrey, M. (1987) "How well is Employee Ownership Working?," *Harvard Business Review*, Vol. 65, No. 5, pp. 126-132.
- Rosen, C. (1990) "The Record of Employee Ownership," *Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 39-47.
- Rosen, C. and Rodrick, S. (2014) *Understanding ESOPs*, Oakland, CA: National Center for Employee Ownership.
- Rosen, C. (2014) *An Ownership Tale: Moving from a Company of Employees to a Company of Owners*, Oakland, CA: National Center for Employee Ownership.
- Rubin, P.H. (1990) *Managing Business Transactions: Controlling the Cost of Coordinating, Communicating, and Decision Making*, New York: The Free Press.
- Scholes, M.S. and Wolfson, M.A. (1990) "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities," *The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 19, No. 1, pp. 12-28.
- Stretcher, R., Henry, S. and Kavanaugh, J. (2006) "The ESOP Performance Puzzle in Public Companies," *The Journal of Employee Ownership Law and Finance*, Vol. 18, No. 4, pp. 3-18.
- Teodosio, A. (1998) "Creating A Successful Ownership Culture," *Family Business Journal*, (アクセス 2016/12/20)
(http://www.ocockent.org/download/reprints_preprints_&_papers_on_employee_ownership/2004-is-employee-ownership-the-answer-to-family-business-succession-.pdf.pdf)
- The Employee Ownership Foundation (2014) "ESOP Companies Report Economic Growth in 2013," (アクセス 2016/7/10)
(<https://www.esopassociation.org/explore/news/2014/09/15/esop-companies-report-economic-growth-in-2013>)
- U.S. GAO. (1986) "Employee Stock Ownership Plans: Benefits and Costs of ESOP Tax Incentives for Broadening Stock Ownership," GAO/PEMD-87-8, Washington, DC: United States General Accounting Office, pp. 1-74.

- U.S. GAO. (1987) "Employee Stock Ownership Plans: Little Evidence of Effects on Corporate Performance," GAO/PEMD-88-1, Washington, DC: United States General Accounting Office, pp. 1-72.
- U.S. DOL (2016) "Private Pension Plan Bulletin Abstract of 2014 Form 5500 Annual Reports," Washington, D.C., United States Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, pp. 1-68.
- Wagner, I. and Rosen, C. (1985) "Employee Ownership - Its Effects on Corporate Performance," *Employment Relations Today*, Vol. 12, pp. 73-79.
- Wah, L. (1999) "ESOP Performance at a Glance," *Management Review*, Vol. 88, No. 9, p. 10.
- Weston, J.F., Chung, K.S. and Hoag, S.E. (1990) *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Winther, G. and Marens, R. (1997) "Participatory Democracy May Go a Long Way: Comparative Growth Performance of Employee Ownership Firms in New York and Washington States," *Economic and Industrial Democracy*, Vol. 18, No. 3, pp. 393-422.
- 井潟正彦・野村亜紀子 (2001) 「米国 ESOP の概要とわが国への導入ー従業員を新たな株主として位置づけるべき時代」『知的資産創造』 第9巻第3号, 56-71頁。
- 井潟正彦・菅良彦 (2003) 「日本版 ESOP として従業員持株制度の活用をー再生企業のモラルと生産性を高める従業員の自社株保有」『金融財政事情』 第54巻第36号, 36-39頁。
- 大湾秀雄・加藤隆夫・宮島英昭 (2017) 「従業員持株会は機能するか?ー従業員持株会状況調査25年分のデータに基づくエヴィデンスー」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』所収, 東洋経済新報社, 133-164頁。
- 暮石秀樹・佐藤倫正 (2016) 「日本版 ESOP 採用の効果」『地域分析』 第54巻第3号, 23-39頁。
- 黒田敦子 (1999) 『アメリカ合衆国における自己株報酬・年金の法と税制ーストック・オプションと ESOP』 税務経理協会。
- 菅晃千 (2009) 「日本版 ESOP への展望」『Mergers & Acquisitions Research Report: MARR』 第174号, 32-35頁。
- 深澤寛晴 (2007) 「買収防衛策にとどまらない ESOP~上手く活用すれば従業員・一般株主にもメリット」大和総研レポート, 1-9頁。
- 本山美彦 (2003) 『ESOP - 株価資本主義の克服』 シュプリンガー・フェアラーク。
- 本山美彦 (2008) 『金融権力ーグローバル経済とリスク・ビジネス』 岩波書店。

〈謝辞〉 査読をご担当頂いた2名の先生方には、拙稿の改善にあたり大変貴重なご教示を賜りました。心より御礼申し上げます。

(筆者: 愛知学院大学大学院商学研究科研究員)

(2017年8月20日 採択)