

研究指導 大橋 良生 准教授

# ストック・オプション導入の財務的効果 —上場市場と導入対象者に焦点を当てて—

大堀 芽愛

## 1. 本稿の目的

### 1.1 制度的背景

ストック・オプションとは、「自社の株式をあらかじめ定められた権利行使価格で購入する権利(新株予約権)を付与」する報酬、と定義されている(経済産業省2017)。

ストック・オプション導入の背景には、東京証券取引所(以下、東証)が2015年に導入したコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)がある。コーポレートガバナンスとは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」を意味し、CGコードは、「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの」と定義されている(東京証券取引所2015)。

日本企業の役員報酬は固定報酬比率が高いことが問題視されている。固定報酬は、「事なかれ主義」に徹する意識を経営者に生じさせやすく、固定報酬比率が高いことで業績向上のインセンティブが効きにくい状況になる。

そこで東証は、企業にCGコードを適用させ、中長期の業績を反映する株式報酬の導入や、報酬内容の透明化を図る取り組みを要求している。ストック・オプションは株式報酬の一種であり、報酬内容の透明化にもなるため、実務において、その導入が進められている。

### 1.2 現状

日本では、従来自己株式の取得は禁止されていたが、1997年の商法改正により、ストック・オプションのための自己株式取得や、その保有が最長10年まで認められるようになった。その後、2001年の商法改正により新株予約権制度が創設され、付与対象や期限の限定なくストック・オプションの発行が可能となった。

図表1は、2007～2017年におけるストック・オプション導入概況を示している(三菱UFJ信託銀行2017)。

ストック・オプションを導入する企業が年々増加し、2007年に比べ、2017年ではおよそ2倍の企業が導入していることが読み取れる。

### 1.3 問題の所在

ストック・オプション導入のメリットは、導入対象者の経営参画意識の向上が期待されることや、成果に応じた報酬を受けられることである。一方、デメリットは、付与された者とされない者との間でインセンティブに差が生じることや、報酬が自社の業績や成長以外の要因に影響を受けるリスクがあることがあげられる。

ストック・オプション導入には上記のメリットやデメリットがあるが、ストック・オプション導入の財務的効果は限定的な分析に基づいており、より一般的な見解は得られていない。そこで本稿では、新興市場の観点からストック・オプション導入の財務的効果を明らかにすることを試みる。

## 2. 先行研究

### 2.1 企業業績への影響

三輪(2004)は、ストック・オプションが企業価値を高める役割を果たしているかを明らかにしている。分析の結果、企業業績の尺度として用いた、資産の時価・簿価比率、株主資本利益率、使用総資本経常利益率、投資収益率の全てにおいてストック・オプション導入企業の平均値が非導入企業のそれより高い値になっていることが示された。このことは、ストック・オプションの導入が、プラスの財務的効果をもたらしたことを示唆している。

### 2.2 株価効果

霍(2004)は、ストック・オプション導入が株式市場に与える影響を分析している。分析の結果、ストック・オプション導入の公表日に超過収益率が生じ、プラスの株価反応があることが明らかになった。

また、鄭(2014)は、ストック・オプションの効果を導

入後の長期の株価パフォーマンスで測定している。その結果、ストック・オプション導入企業の株価パフォーマンスは市場全体や同業種よりアウトパフォーマンスしていることが明らかになった。

これらの先行研究では、ストック・オプション導入が、プラスの株価効果をもたらしたことを示唆している。

### 2.3 本稿の新規性

以上の先行研究が東証一部上場企業に代表される本則市場上場企業(以下、本則企業)を対象としているのに対し、本稿では新興市場上場企業(以下、新興企業)に焦点を当ててストック・オプション導入の財務的効果を明らかにする。本則市場と新興市場では実質基準が異なり、企業の成長性の点などで本則企業と新興企業には違いがある。より成長性が見込まれる新興企業の方がストック・オプション導入のインセンティブ効果が高まり、その財務的効果も期待される。また、新興企業の株価は、本則企業と比べ変動が大きい傾向にあり、導入の効果が現れやすいといえる。そこで、新興企業を分析対象とする。

さらに、本稿では、導入対象によって分析企業を分類し、導入対象の違いによる財務的効果も明らかにする。導入企業を分類するのは、役員又は従業員のどちらか一方に導入した場合、導入された者とされない者との間にインセンティブの差が生じ、両方に導入する場合と比べて業績向上が困難になる可能性があるためである。そこで本稿では、導入対象の違いが財務的効果の違いをもたらしているのかを分析する。これらの点が、先行研究に対する本稿の新規性である。

## 3. 分析方法と結果

### 3.1 分析方法

ストック・オプション導入の財務的効果を明らかにするために、財務的指標としてROA(総資産利益率)とROE(株主資本利益率)を用いる。

分析手順は次の通りである。はじめに、上場後、1期目と2期目の業績指標を比較し、サンプル企業全体の業績の変化値を算出した。続いて、第一の分析として、サンプル企業をストック・オプション導入企業(以下、導入企業)と非導入企業に分類し、業績の変化値を比較して導入の効果を測定した。次に、第二

の分析として、導入企業を、役員・従業員に導入している企業(以下、役員・従業員導入企業)、役員のみを導入している企業(以下、役員導入企業)、従業員のみを導入している企業(以下、従業員導入企業)に分類し、業績の変化値を比較することで、導入対象の違いによる導入の効果を測定した。

### 3.2 サンプルとデータ

サンプルは、日本取引所グループのホームページから収集できる2012年から2016年の5年間にマザーズあるいはJASDAQに上場した企業138社とする(2017年12月検索)。サンプルの分類として、EDINETに提出されている有価証券報告書にストック・オプション制度の内容が記載されている企業を導入企業とし、記載がない企業を非導入企業とする。

データは、『会社四季報』(東洋経済新報社)から収集した、上場後、1期目と2期目のROA、ROEを用いる。これらが収集できない場合はサンプルから除外した。その結果、ROA、ROEの最終的なサンプル数はそれぞれ138社、136社であった。

### 3.3 分析結果

図表2は、サンプル全体及び導入企業と非導入企業に対するROAとROEの分析結果を示している。

まず、ROAを比較した結果をみていくと、サンプル全体で見るとROAは減少傾向にあったが、導入企業は非導入企業よりも低下の程度が低いことから、ストック・オプション導入がROAにプラスの影響を与えたといえる。しかし、t検定を行うと、5%有意水準で統計的有意性は確認されなかった。

次に、ROEを比較した結果を示す。サンプル全体で見ると、ROEは減少傾向にあり、導入企業でも減少傾向にあったが、非導入企業は上昇傾向にあったことから、ストック・オプション導入がROEにマイナスの影響を与えたといえる。しかし、t検定を行うと、5%有意水準で統計的有意性は確認されなかった。

これらの結果から、ストック・オプション導入が業績に影響を与えているとはいえないことが明らかになった。

また、図表3は、ストック・オプションの導入対象別のサンプルに対するROAとROEの分析結果を示している。ROAに関して、役員・従業員導入企業との差をみ

ると、役員導入企業、従業員導入企業のどちらも減少の程度が低い、あるいは上昇していることから、役員か従業員のいずれか一方に導入することでROAが高まることが示された。しかし、t検定を行うと、5%有意水準で統計的有意性は確認されなかった。

ROEに関しては、役員・従業員導入企業は減少しているのに対し、役員導入企業、従業員導入企業は減少の程度が低い、あるいは上昇していることが分かった。このことから役員のみ、従業員のみを導入する方がROEは高まることが示された。しかし、t検定を行うと、5%有意水準で統計的有意性は確認されなかった。

これらの結果から、ストック・オプションの導入対象が異なっても、業績に影響があるとはいえないことが明らかになった。

#### 4. 結論と課題

本稿の目的は、ストック・オプション導入の財務的効果を明らかにすることであった。分析の結果、はじめに、第一分析に関して、ROAは非導入企業より導入企業の値が高まったことから、ストック・オプション導入が業績にプラスの影響を与えていることが示されたが、統計的有意性は確認されなかった。一方、ROEは、導入企業よりも非導入企業の値が高まっていることから、ストック・オプション導入は業績にマイナスの影響を与えることが示されたものの、統計的有意性は確認されなかった。

次に、第二分析に関しては、ROAとROE両方の指標において、役員・従業員に導入するより、役員のみ、従業員のみを導入した方が高まることが示された。しかし、統計的有意性は確認されなかった。

すなわち、このことは、ストック・オプション導入に財務的効果があるとはいえないことを示唆している。さらに、導入対象の違いによっても業績への影響は確認されず、新興企業におけるストック・オプション導入の財務的効果があるとはいえないことを示唆している。

これらの結果に関して、三輪(2004)では本則企業を対象に分析し、プラスの財務的効果があったことが示唆されたが、新興企業を対象とした本稿ではプラスの財務的効果が得られなかったため、新興市場の特徴がストック・オプションの財務的効果を打ち消している可能性があるといえる。また、霍(2004)と鄭

(2014)では本則企業を対象に分析し、プラスの株価効果が得られたが、本稿で総合的でない結果となったため、新興企業を対象とした株価分析によるストック・オプション導入の効果検証の必要性が示唆された。

最後に、今後の研究課題を提示する。第一に、アンケート調査を行う必要がある。本稿では財務的指標を用いて分析を行った。しかし、経営参画意識の向上や導入対象者の理解度などは財務的指標では完全には測定できないため、アンケート調査を行い、導入の効果や影響を調査する必要があると考えられる。

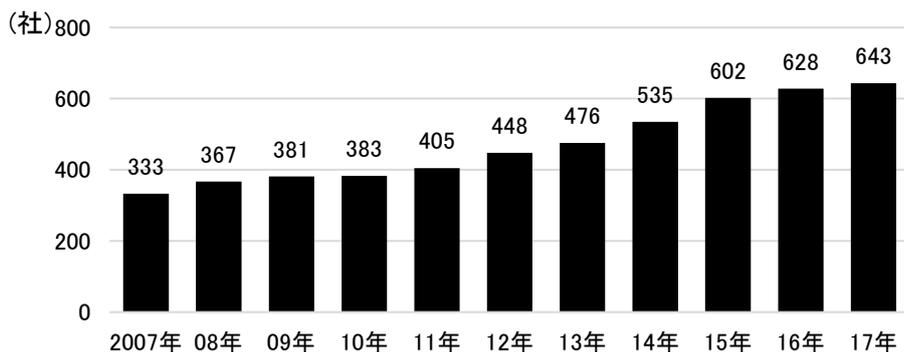
第二に、導入対象以外の要因で、企業業績に変化をもたらした要因を捉える必要がある。本稿では、導入対象に着目して分析を行ったが、ストック・オプション導入によって業績が改善された企業と悪化した企業の特徴を捉え、導入がどのような場合に業績にプラスの影響を与えるのかを検証する必要があると考えられる。

第三に、サンプルを増やすことである。本稿では条件に当てはまる138社をサンプルとした。しかし、サンプルを導入対象ごとに分類していくと、一分類あたりのサンプル数が極端に少なくなってしまうため、サンプル数を増やした分析を行う必要があろう。

#### 引用文献

- [1]経済産業省(2017)「「攻めの経営」を促す役員報酬～企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引～」
- [2]鄭義哲(2014)「長期インセンティブ制度としてのストックオプションとその効果」西南学院大学学術研究所『西南学院大学商学論集』61(2),pp.39-61。
- [3]霍茜(2005)「ストック・オプション制度の導入に対する株式市場の反応」九州大学『経済学研究』72(2,3),pp.163-178。
- [4]東京証券取引所(2017)「2017新規上場ガイドブック(マザーズ編)」
- [5]三菱UFJ信託銀行株式会社(2017)「株式報酬の導入状況」
- [6]三輪晋也(2004)「ストック・オプション制と企業業績に関する実証分析」国士舘大学政経学会『国士舘大学政経論叢』16(2),pp.117-139。

図表1 スtock・オプション導入概況調査結果の変遷



(出所)三菱 UFJ 信託銀行株式会社(2017)より作成

図表2 スtock・オプション導入企業と非導入企業の分析結果

			1 期目	2 期目	変化値 (2-1)	t 値	非導入企業との差 (t 値)
ROA	全体 (N=138)	平均値(%)	9.67	8.41	-1.27	1.82	—
		標準偏差	9.71	8.78	8.19		
	非導入企業 (N=42)	平均値(%)	8.43	7.10	-1.33	1.67	—
		標準偏差	7.41	4.65	5.17		
	導入企業 (N=96)	平均値(%)	10.22	8.98	-1.24	1.32	0.09 (0.06)
		標準偏差	10.55	10.03	9.23		
ROE	全体 (N=136)	平均値(%)	28.79	17.73	-11.07	3.15	—
		標準偏差	42.15	15.17	40.95	**	
	非導入企業 (N=42)	平均値(%)	18.67	13.12	-5.55	2.87	—
		標準偏差	14.14	6.63	12.54	**	
	導入企業 (N=94)	平均値(%)	33.32	19.79	-13.53	2.71	-7.98 (1.05)
		標準偏差	49.23	17.34	48.43	**	

\*\*は1%水準で有意であることを示している。

図表3 スtock・オプション導入対象別の分析結果

			1 期目	2 期目	変化値 (2-1)	t 値	役員・従業員との差 (t 値)
ROA	役員・従業員 (N=75)	平均値(%)	10.97	9.28	-1.69	1.45	—
		標準偏差	8.89	8.47	10.12		
	役員 (N=14)	平均値(%)	6.07	5.93	-0.14	0.11	1.55 (0.56)
		標準偏差	16.98	15.52	4.82		
	従業員 (N=7)	平均値(%)	10.43	11.86	1.43	0.79	3.12 (0.80)
		標準偏差	10.72	12.40	4.79		
ROE	役員・従業員 (N=73)	平均値(%)	37.27	20.49	-16.78	2.64	—
		標準偏差	54.05	16.28	54.26	**	
	役員 (N=14)	平均値(%)	19.86	16.07	-3.79	1.28	13.00 (0.89)
		標準偏差	24.80	22.60	11.07		
	従業員 (N=7)	平均値(%)	19.00	19.86	0.86	0.17	17.64 (0.85)
		標準偏差	17.95	18.38	13.11		

\*\*は 1%水準で有意であることを示している。