

研究指導 大橋 良生 准教授

## フル・バリュー型株式報酬制度導入の株価効果

山田 由真

### 1. 本稿の目的

#### 1.1 株式報酬制度の制度的背景

株式報酬制度とは自社の株式や株式を購入する権利を報酬として付与するものである。特徴は株価の変動に伴い与えられる報酬額が変動する点である。この点があらかじめ決まった金額の現金報酬が与えられる固定報酬制度との違いである。

株式報酬制度導入の背景を説明する。現在、日本企業は総報酬のうち固定報酬が占める割合が高いことが問題視されている。上記でも説明した通り、固定報酬制度では付与される報酬額があらかじめ決まっているため、報酬が企業価値向上のインセンティブにつながらないとされているためである。また、欧米諸国と比較し、株式報酬制度の導入が進んでいない。日本経済新聞は『海外投資家からは「株主を持たない経営陣は信用できない」』との声が多いことを報じている。

そこで、政府機関は「企業が稼ぐ力を高め、持続的に企業価値を向上させるためには、企業と投資家・株主が、共に中長期的な成長に向けて価値を創造する関係にあることを念頭に置いて、建設的な対話を行うことが重要である」（経済産業省2019）とし、「株式報酬や業績連動報酬の導入を促進することで、経営者に中長期の企業価値向上のインセンティブを付与」（経済産業省2019）できるとして、日本企業において株式報酬制度の導入が積極的に進められている。

#### 1.2 株式報酬制度に期待される効果

はじめに、株式報酬制度の導入で期待されるメリットは以下の通りである。第一に、経営者や従業員に企業価値向上のインセンティブが働くことが期待される。株式報酬制度は株価に連動して報酬額が変動し、株式には一定期間の売却制限が設けられている。そのため、経営者や従業員は中長期にわたり株価や業績を上昇させようとすると考えられる。第二に、経営者や従業員、株主の相互理解が高まることが期待される。経営者や従業員の報酬額が株価と連動することで株主や投資家との利害が一致しやすく投資家や株主から信頼を得やすいためである。

一方で、株式報酬制度導入によって懸念されるデメリットとしては株価と連動した制度のため、不況などの影響により経営者や従業員の努力が株価に反映されない可能性があることがあげられる。

次に、各株式報酬制度の特徴を整理する。現在、日本で主に導入されている株式報酬制度は譲渡制限付株式報酬、株式交付信託、パフォーマンス・シェア及びストック・オプションである。

第一に、譲渡制限付株式報酬とは「一定期間の譲渡制限が付された株式を役員に付与」（経済産業省2019）する制度である。この制度は事前に株式が付与されるため、売却制限期間中も株主になることができる。一方、株価とだけ連動した報酬制度のため業績向上に対するインセンティブはあまり働かないと懸念されている。

第二に、株式交付信託とは「信託銀行が企業から信託を受けたお金で株式を購入し、役職や目標達成度に応じて一定期間経過後に株式と交換する」（日本経済新聞）制度である。役職や各企業内で定められた目標の達成度に応じて支給される株式数が増えるため、株価上昇のインセンティブだけではなく企業内で定められた目標達成に対するインセンティブも働く。一方、目標の設定が適切でなければインセンティブにつながらないと懸念されている。

第三に、パフォーマンス・シェアとは「中長期の業績目標の達成度合いに応じて株式を役員に付与」（経済産業省2019）する制度である。業績目標の達成度に応じて付与される株式数が増えるため株価上昇に対するインセンティブだけではなく、業績向上に対するインセンティブも働く。一方、目標の設定が適切でなければインセンティブにつながらないと懸念されている。

第四に、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」（経済産業省2019）する制度である。この制度は株価の下落が報酬の減額につながらないため、フル・バリュー型株式報酬制度よりリスクテイキングを促すことができると考えられる。一方で、「ストック・オプションの付与が過剰なリスクテイキング行動を促進」境（2018）するとも指摘されている。また、株価とだけ連動した報酬制度のため業績向上に対するインセンティブにつながらないと懸念されている。

以上のように、株式報酬制度であっても各制度の特徴及び期待される効果には差異があることが分かる。

#### 1.3 各株式報酬制度の導入状況

従来、日本で導入されていた株式報酬制度は

1997年度の商法改正により導入が解禁されたストック・オプションが中心であった。しかし、2016年度の税制改正により特定譲渡制限付株式を事前確定届出給与として損金算入が可能になり、譲渡制限付株式報酬とパフォーマンス・シェアの導入が解禁された。また、以前から制度上導入されていたが実際には導入が進んでいなかった株式交付信託も2017年度の税制改正により損金算入が可能になった。これらの改正により株式報酬制度の導入社数が近年増加している。

日本経済新聞によると2019年6月末時点での各報酬制度の推定導入社数(野村証券推定)は上場企業のうち譲渡制限付株式報酬が約600社、株式交付信託が約490社、パフォーマンス・シェアが約40社、ストック・オプションが約420社となっている。

このことから2016年度の税制改正により導入された譲渡制限付株式報酬が各報酬制度の中で最も導入されていることが分かる。次いで2017年度の税制改正により損金算入が可能となった株式交付信託の導入社数が多い。譲渡制限付株式報酬と株式交付信託は1997年度の商法改正により解禁されたストック・オプションの導入社数をここ2、3年で超えている。このことから新しく導入され始めているフル・バリュー型の株式報酬制度が企業価値向上のインセンティブにつながると思われる企業が多いことを示唆していると考えられる。

#### 1.4 本稿の目的

上記に挙げた各株式報酬制度の中で、株式そのものが支給されるフル・バリュー型の株式報酬制度は、譲渡制限付株式報酬、株式交付信託及びパフォーマンス・シェアである。しかし、近年導入が目立つこれらのフル・バリュー型の株式報酬制度の効果を実証的に分析した研究は数少ない。そのためフル・バリュー型の株式報酬制度導入の影響の実態がまだ明らかとなっておらず、制度導入の効果が把握できていない。そこで本稿では、今後主流になっていくと考えられるフル・バリュー型の株式報酬制度に焦点をあて、それらを導入することで株価にどのような影響を与えるかを実証的に調査し提示することを試みる。

## 2. 先行研究

### 2.1 株価効果に関する実証分析

松浦(2001)は日本企業におけるストック・オプション導入の公表が株価に与える影響について検証している。分析対象となったサンプルは1997年5月から2000年5月までの東証1部上場企業(銀行・証券・損保・その他の金融機関を除く)でストック・オプションを導入した企業の中で分析に必要なデータが揃う121

社である。分析は日次データを用いたイベント・スタディを採用している。指標は超過収益率、累積超過収益率である。それらの指標の値が有意にプラスかマイナスかを統計的に確認するため、t検定を行っている。分析の結果、導入公表後に有意なプラスの株価反応が確認された。

霍(2004)もストック・オプション導入公表が株式市場に与える影響について分析している。サンプルは1997年5月から2001年5月までの東証1部上場企業の電気機器に分類される企業でストック・オプションを導入した企業45社である。松浦(2001)と同様に、日次データを用いたイベント・スタディを採用している。指標は超過収益率、累積超過収益率である。そして、公表日の指標の値が分析期間中の指標の平均値と比較して有意なプラスか否かを統計的に確認するため、t検定を行った。また、分析期間において公表日に大きな値が集中しているか否かを確認するため、カイ2乗検定を行った。分析の結果、ストック・オプション公表日に有意なプラスの株価反応を示し、ストック・オプション導入公表日に集中して有意な大きいプラスの株価反応があったことが確認された。

これらの分析結果に基づくと、ストック・オプション導入の公表に対し株式市場はプラスの反応を示していると考えられる。

### 2.2 企業価値の影響に関する実証分析

三輪(2004)ではストック・オプション導入が企業価値を高める効果があるかを分析している。はじめに、2000年度における東京証券取引所の1部上場企業のクロスセクション・データを利用してストック・オプション導入・非導入企業で企業価値に違いがあるかを確認するため回帰分析を行った。加えて、2000年度にストック・オプションの導入により、2002年度の企業価値が向上したか否かを確認するための回帰分析を行った。企業業績の尺度には資産の時価・簿価比率、株主資本利益率、使用総資本経常利益率、投資収益率を用いている。分析の結果、ストック・オプション導入企業は非導入企業よりも企業価値が高いことが確認された。このことからストック・オプション導入が企業価値向上につながっていることを示唆している。

これらの先行研究は株式報酬制度の中でもストック・オプションに焦点をあわせ、その導入は株価、企業価値双方にプラスの影響を及ぼしていることが示唆された。

現在、フル・バリュー型の株式報酬制度の研究は多くなく、制度導入の効果が把握できていない。導入され始めてから日が浅いためと考えられる。そこで、本稿ではフル・バリュー型の株式報酬制度導入公表による株価への影響を分析する。

### 3. 分析方法と結果

#### 3.1 サンプルとデータ

本稿ではフル・バリュー型の株式報酬制度の譲渡制限付株式報酬及び株式交付信託の導入企業を対象に各制度導入公表による株価効果を実証的に明らかにする。なお、パフォーマンス・シェアは分析に有効なサンプル数が集まらなかったため、分析対象から除外した。

分析対象企業はEDINETに提出されている有価証券報告書の中に譲渡制限付株式報酬又は株式交付信託の記載がある企業であり、各企業の制度導入公表日については適時開示情報で確認した。なお、分析に必要なデータを入手できなかった企業は除外した。以上の結果、サンプル数は譲渡制限付株式報酬が315社、株式交付信託が59社であった。

分析で用いる各企業の株価、日経平均株価のデータはYahoo!ファイナンスから入手した。

#### 3.2 分析方法

分析方法は、日次データを用いたイベント・スタディである。また、本稿では市場リターン控除法を用いる。各企業の株価には一般経済情報の影響が含まれているためである。市場リターン控除法を用いることで各企業の株価に含まれる一般経済情報の影響を除くことができ、株式報酬制度導入に対する株価変動、すなわち投資家や株主の評価を測定できると考えられる。

分析手順は以下の通りである。各株式報酬制度導入を公表した日をday=0としてday=-15からday=+15の31日間の各企業株価の調整後終値を用いて個別リターンを求めた。市場リターン(期待収益率)の算出には日経平均株価の終値を使用した。そして、個別リターンから市場リターンを控除して異常リターン(Abnormal Return:AR)を求めた。加えて、異常リターンを累積した累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return:CAR)を求めた。累積異常リターンを用いることで検定期間内に市場平均を上回るARをどれだけ累積的に得られたかを確認できる。

次に、有意な株価反応があるか否かを検証するためにARとCARに対してt検定を行った。帰無仮説を株価効果がないAR=0、CAR=0として、帰無仮説が棄却されたときに制度導入には統計的に有意な株価効果があったと判断できる。

#### 3.3 分析結果

図表1は、各株式報酬制度導入の公表に対する株価変動(CAR)の推移を示している。譲渡制限付株式報酬導入企業からみていくと、day=-15からday=+15の31日間でおよそ23.3%の株価変動があったことが

確認された。一方、株式交付信託導入企業では、同期間で約1.4%の株価変動であった。両者を比較すると譲渡制限付株式報酬導入企業の株価が大きくプラスに変動したのに対し、株式交付信託導入企業ではプラスに変動したものの、株価変動は大きくなかったことがわかる。

図表2は、各株式報酬制度導入公表に対するCARの期間分析の結果を示している。はじめに、譲渡制限付株式報酬導入公表に対する株価変動の分析結果をみていく。紙幅の関係上、表は掲載していないが、ARにt検定を行ったところ、day=-10、day=0において5%水準でプラスに有意な株価の反応が確認された。また、day=-1において5%水準で有意なマイナスの株価反応が確認された。次に、制度導入公表に対して、株主がその影響を株価に織り込む期間を考慮して公表日前後のCAR(-1:+1)、CAR(-2:+2)、CAR(-5:+5)、CAR(-10:+10)、CAR(-15:+15)が有意であるか否かを判断するためにt検定を行った。その結果、公表日前後のCAR(-2:+2)、CAR(-10:+10)、CAR(-15:+15)の期間において5%水準で有意なプラスの値を確認できた。day=-1でマイナスの株価反応がみられたものの、CARの期間分析では概ね有意なプラスの値が確認されたため、譲渡制限付株式報酬の導入公表は株価にプラスの影響をもたらすことを示唆している。

次に、株式交付信託導入公表に対する株価変動の分析結果をみていく。紙幅の関係上、表は掲載していないが、ARにt検定を行ったところ、5%水準でday=-13、day=-4で有意なマイナスの株価反応が確認された。また、譲渡制限付株式報酬の場合と同様に制度導入公表に対して、株主がその影響を株価に織り込む期間を考慮した各CARが有意であるか否かを判断するために、CARにt検定を行った。その結果、統計的に有意な値は確認されなかった。day=-13、day=-4でマイナスの株価反応がみられたものの、CARの期間分析では有意な値は確認されなかったため、株式交付信託導入の公表が株価に影響を与えないことを示唆している。

### 4. 結論と今後の課題

#### 4.1 結論

本稿の目的は、フル・バリュー型の株式報酬制度導入の株価効果を実証的に明らかにすることであった。分析の結果、譲渡制限付株式報酬では導入の公表により統計的に有意なプラスの株価反応があることが確認された。以上のことから譲渡制限付株式報酬の導入は市場から好意的な反応を受けることを示唆している。

一方、株式交付信託は導入の公表によりプラスの株価反応は確認されなかった。以上のことから株式

交付信託の導入は市場から好意的な反応を受けないことが示唆された。

先行研究では、ストック・オプション導入の公表が、株価にプラスの影響を与えることが明らかにされている(松浦2001、霍2004)。導入の公表によりプラスの株価反応が確認されている株式報酬制度は譲渡制限付株式報酬とストック・オプションであるが、この2つの報酬制度の特徴として報酬が株価とだけ連動する点が挙げられる。先行研究と本稿の分析結果に基づけば、株価に連動した報酬制度の導入が、投資家や株主のプラスの評価につながっていると推察される。業績と連動する報酬制度に対する投資家や株主の評価を測定するにはパフォーマンス・シェア導入公表の株価効果の検証が必要であるため、株価と業績のどちらに連動した報酬制度が投資家、株主にとって好ましいかは判断できないが、現金報酬による固定報酬制度に加えて、株式報酬制度の導入は検討に値するといえよう。

4.2 今後の課題

最後に、今後の課題について提示する。第一に、パフォーマンス・シェア導入公表の株価への影響を分析する必要がある。本稿の分析では十分なサンプル数が収集できなかったため、パフォーマンス・シェア導入公表の影響を分析できなかった。結論でも述べたように、報酬が株価とだけ連動する報酬制度がより、株主から好ましい評価を受けているか否を判断するためにはパフォーマンス・シェアの分析が必要である。

第二に、フル・バリュー型株式報酬制度導入による中長期的な株価への影響と企業価値への影響を分析する必要がある。フル・バリュー株型株式報酬制度導入が経営者や従業員に対して中長期に渡る株価向上や企業価値向上のインセンティブとなり、実際に中長期的な成果に結びついているかを確認する必要があるためである。

以上の二点は、株式報酬制度が実際に企業業績や企業価値の改善に結びついているかを検証する財務諸表分析とあわせて、今後の課題としてあげられる。

参考文献

[1] 一般社団法人信託協会 株式交付信託 <https://www.shintaku-kyokai.or.jp/products/corporation/kabushiki.html>

[2] 榎本正博・石川博行(2007)「会計操作に対する株価反応」須田一幸・山本達司・乙政正太編『会計操作—その実態と識別法、株価への影響』ダイヤモンド

[3] 大堀芽愛(2017)「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あてて—」『2017年度卒業研究論文要旨集』pp.37-40

[4] 霍苗(2004)「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」『経済学研究』72(2,3),pp.163-178

[5] 加護野忠男・吉村典久(2012)『1からの経営学』中央経済社

[6] 境陸(2018)「日本の長期インセンティブの高度化—株式報酬導入の観点から—」『桜美林経営研究』8,pp.1-32

[7] 桜井久勝(2017)『財務諸表分析』中央経済社・中央経済グループ

[8] 谷武幸・桜井久勝(2009)『1からの会計』中央経済社

[9] 日本経済新聞 2019年5月28日 日刊19面

[10] 松浦義明(2001)「日本企業のストック・オプション制度導入に関する株式市場の反応」『経営行動科学』16(1),pp25-31

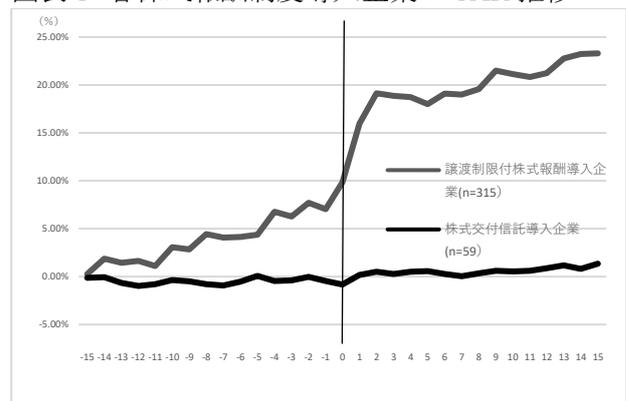
[11] 三輪晋也(2004)「ストック・オプション制と企業業績に関する実証分析」『国土館大学政経論叢』16(2),pp.117-13

[12] D.ロウントリー加納悟(2001)『新・涙なしの統計学』新世社

[13] RMS 清和監査法人 新しい株式報酬制度 [http://www.seiwa-audit.or.jp/newsletter/1707\\_SeiwaNewsletter.pdf](http://www.seiwa-audit.or.jp/newsletter/1707_SeiwaNewsletter.pdf)

[14] Yahoo!ファイナンス <https://stocks.finance.yahoo.co.jp/>

図表1 各株式報酬制度導入企業のCAR推移



図表2 各株式報酬制度導入企業のCAR期間分析

	累積期間	CAR(%)	t値	有意水準
譲渡制限付株式報酬導入企業(n=315)	CAR(-1;+1)	8.27%	1.798	
	CAR(-2;+2)	12.88%	2.285	*
	CAR(-5;+5)	13.87%	1.949	
	CAR(-10;+10)	20.03%	2.083	*
	CAR(-15;+15)	23.30%	2.257	*
株式交付信託導入企業(n=59)	CAR(-1;+1)	0.20%	0.251	
	CAR(-2;+2)	0.91%	0.940	
	CAR(-5;+5)	1.11%	1.148	
	CAR(-10;+10)	1.35%	1.058	
	CAR(-15;+15)	1.35%	0.947	

(両側検定で見ても\*は5%水準で有意)