

日本版リストリクテッド・ ストックと他の株式報酬との 制度設計上の比較

ウイリス・タワーズワトソン
経営者報酬部門リーダー／ディレクター

森田純夫

ウイリス・タワーズワトソン
経営者報酬部門コンサルタント

小川直人



インセンティブ報酬の設計上の要諦は、1) 社外取締役中心の報酬（諮問）委員会による審議、2) 長期インセンティブと年次インセンティブを総体で検討する視点、3) 難易度とバランスの取れた水準設定の3つである。上昇益還元型のプランに比べてフルバリュー型のプランが増加傾向にあり、またピークルの多様化が進んでいる。今後はTSR（株主総利回り）など業績（株価）条件付きのプランが攻めの報酬改革における活用例として増加が見込まれる。

① 制度設計の要諦

別稿（8～14頁）で論じてきたように、欧米諸外国と比較した経営者報酬の差異、特にその構成比や水準における差異が、「攻めのガバナンス」という文脈において課題認識されてきている。コーポレートガバナンス・コードにおいては、中長期の業績に連動する報酬・株式報酬の活用促進がキーワードとなっており、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ報酬の必要性が謳われている。

では、インセンティブ報酬の制度設計上の要諦は何か。会社によっては各長期インセンティブ（Long Term Incentive, LTIと呼ばれる）の詳細比較（場合によっては商品比較）に終始してしまい、議論が行き場を失ってしまうことも見受けられる。

しかし、長期インセンティブのプラン（ピークル（『器』）と呼ばれる）の比較をする

前に押さえておきたい設計上の要諦が3つある。すなわち、(1)社外取締役中心の報酬（諮問）委員会による審議、(2)長期インセンティブと年次インセンティブを独立に検討せず、どのような指標を、どのような時間軸で評価していきたいのか、インセンティブ報酬を総体で検討すること、そして(3)インセンティブ報酬の難易度とバランスの取れた水準設定、これらの3つである。本論に入る前に、これらを簡単に概説したい。

1 報酬（諮問）委員会による審議

経営者報酬の妥当性は、「方針」（制度の目的や内容）と「手続」の両面によって担保されると言える。社外取締役中心の報酬（諮問）委員会によって審議するという、客観性・透明性の高いプロセスによって、自社の経営者報酬の妥当性が一定程度担保されるだろう。

実際に、報酬（諮問）委員会の設置企業数は急増しており、この1年で2倍程度の

663社に増えている。時価総額上位500位で見ると、約57%と過半数が設置企業となっており、時価総額上位100位で見ると約72%と、さらにその設置企業率は高まる(注1)。

2 インセンティブ報酬を総体で検討する視点

インセンティブ報酬の検討においては、年次と長期のインセンティブ報酬を別個のものとして捉えるのではなく、両者が総体として経営戦略とどのように関連するのかを検討することになる。

すなわち、経営戦略上のどのような項目を、どう組み合わせ、どのような時間軸で評価するのが好ましいのか、という視点である。このような評価項目の「マッピング」を通じて、自社にとって年次インセンティブで(単年度で)評価していくべき項目、長期インセンティブで(複数年度で)評価していくべき項目が明らかになる。

3 難易度とバランスの取れた水準設定

どれだけ精緻に作り込まれた長期インセンティブであっても、その付与水準が微々たるものであれば、自社の中長期的な企業価値向上へのメッセージとしては説得力に欠く。

逆に、目標設定が甘く、容易に基準額が獲得できるようなインセンティブ報酬が多額に付与されているとなれば、対外的には「お手盛り」と映ろう。このように、インセンティブ報酬の議論においては、インセンティブ報酬の難易度と報酬水準・構成比の議論が欠かせない。

なお、水準・構成比の議論においては、比較する企業群が適切に選ばれているかにも留意したい。昨今の報酬(諮問)委員会における議論においても、そもそもどのような企業群とベンチマークして水準・構成比を検討すべきか、という論点は頻繁に見受けられる論点となっている。

以上3点を踏まえながら、インセンティブ報酬の導入・見直しを検討していくことになるが、実際に株式報酬の導入検討を進めていくと、大きな分岐点が2つある。すなわち、(1)上昇益還元型とフルバリュー型のどちらが自社に適しているか、そして(2)フルバリュー型を選ぶ場合、どのピークル(器)が自社に適しているか、という2点である。

本稿では、各社における検討に資するよう、これら2点を整理した上で、最後に譲渡制限付株式を活用した報酬改革として想定される具体的なケースを挙げてみたい。なお、長期インセンティブの導入を検討する際にはキャッシュプラン(パフォーマンス・キャッシュ)も当然に選択肢として想定されるが、本稿では株式報酬に特化して論じるものとする。

② 株式報酬の二類型

株式報酬のピークル(器)は近年、多様化の一途を辿っている。わが国においても古くからある通常型ストックオプションや、退職慰労金の振り替え先として好まれた株式報酬型ストックオプション(いわゆる『1円オプション』)、役員持株会への抛出等を通じて株式を保有する株式購入資金(『株式取得目的報酬』)、これらに加えて、

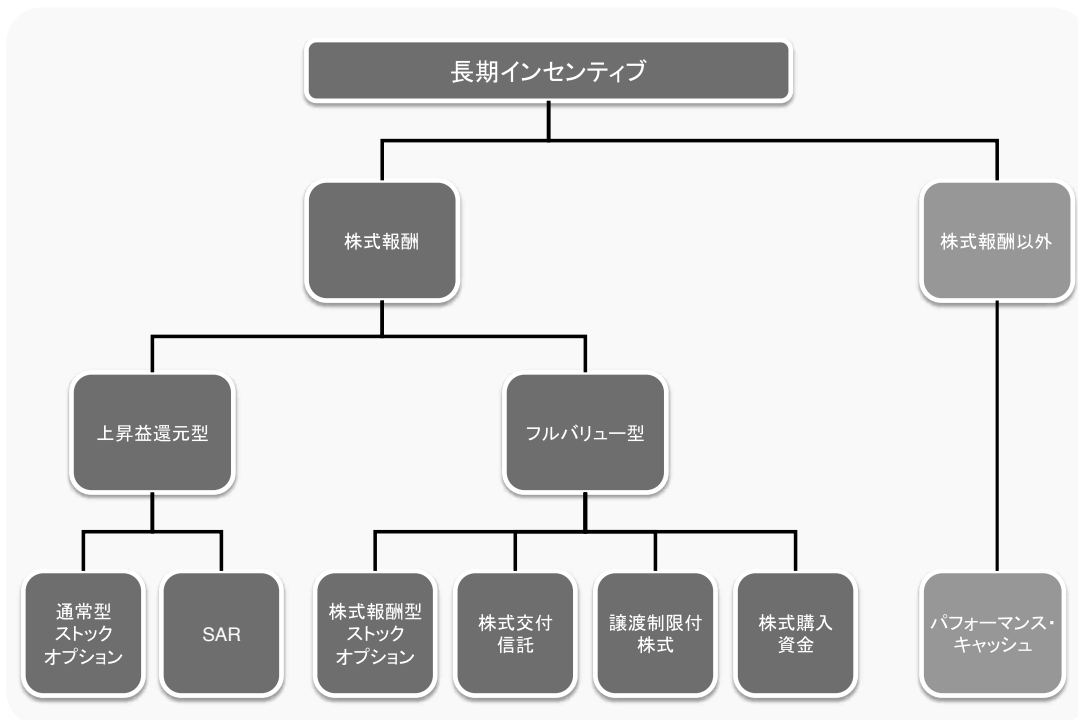
近年、株式交付信託が登場し、そして、経済産業省による整理・明確化及び税制改正を受けて、2016年6月総会より『特定譲渡制限付株式』（いわゆる『リストラクテッド・ストック』）を活用する企業が早くも登場した。

類似の効果をキャッシュで代替するプラ

ン（SAR（注2）やファントム・ストック）まで含めると、実に多様化している株式報酬のビークルであるが、株価の動きと報酬との関係性に着目すると、大きく二類型に分類することができる。

すなわち、「上昇益還元型」と「フルバリュウ型」である（図表1）。

【図表1】主な長期インセンティブの分類（報酬としての観点から）



従来、上昇益還元型は通常型ストックオプションが、フルバリュウ型は株式報酬型ストックオプションがその主たる選択肢であったが、このフルバリュウ型のビークル（器）に多様化が起きていると整理すると理解しやすいだろう。

では、この上昇益還元型とフルバリュウ型にはどのような違いがあるのか。3つの観点から比較したい（次頁図表2）。

【図表2】 上昇益還元型とフルバリュー型の比較

	上昇益還元型プラン	フルバリュー型プラン
	例) 通常型ストックオプション ストックアプリシエーションライト(SAR)	例) 株式報酬型ストックオプション 株式交付信託 譲渡制限付株式
株主との利益・リスクの共有度	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に弱い ●付与時に貰い手が認識する価値=0 ●権利行使価格以上でしか利益・リスクが共有されない 	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に強い ●付与時に貰い手が認識する価値=付与時の株式価値 ●ダウンサイドリスクも含め、株主とほぼ同等の利害を共有可能
株価上昇のインセンティブ	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に強い ●理論単価が小さくなるため(通常は株価の1/2~1/3)、同じ会計コストの前提で、相対的に付与数は増加 ●株価上昇に対する獲得利益の増分は相対的に大きい 	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に弱い ●理論単価はほぼ株価と同等であり、同じ会計コストの前提で、相対的に付与数は減少 ●株価上昇に対する獲得利益の増分は相対的に小さい
株価維持のインセンティブ	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に弱い ●株価が権利行使価格を大きく下回る場合は、株価を維持する効果が働きにくい 	<ul style="list-style-type: none"> ●相対的に強い ●ダウンサイドリスクが共有されるため、いかなる株価水準においても株価維持の視点が喚起される
	ハイリスク・ハイリターン型	ローリスク・ローリターン型
	<ul style="list-style-type: none"> ●金融危機等の株式不況、受給者の納得感、希薄化の観点から、導入企業数が減少しつつある 	<ul style="list-style-type: none"> ●昨今の報酬ガバナンスとしては、ダウンサイドリスクも含めた株主との利害共有が重要視されるケースが多い ●受給者にとっても、価値が付与時点から明確に認識される方が、報酬として理解しやすく、納得感が高い

1 株主との利益・リスクの共有度

通常型ストックオプションに代表される上昇益還元型のプランは、株主との利益・リスクの共有度は相対的に弱いといえる。付与時にもらい手が認識する価値はゼロであり、権利行使価格以上でしか利益・リスクが共有されないプランとなる。

一方で、フルバリュー型のプランは株主との利益・リスクの共有度は相対的に強いといえる。付与時にもらい手が認識する価値は付与時の株価相当額となり、ダウンサイドリスクも含め、株主とほぼ同等の利害を共有可能となる。

2 株価上昇のインセンティブ

上昇益還元型のプランは理論単価が小さくなるため(例えば株価の3分の1程度など)、同じ会計コストを前提とすると相対的に付与数は増加する。そのため、株価上昇に対する獲得利益の増分が大きく、株価上昇のインセンティブとしては、相対的に強く働くことになる。

一方で、フルバリュー型のプランは、理論単価はほぼ株価と同等であり、同じ会計コストを前提とすると相対的に付与数は減少する。そのため、株価上昇に対する獲得利益の増分は相対的に小さく、株価上昇のインセンティブとしては、上昇益還元型ほど強くは働かないことになる。

3 株価維持のインセンティブ

上昇益還元型のプランは、株価が権利行使価格を大きく下回ると、株価の上昇下落が本人の獲得利益に影響を与えにくく、インセンティブとして機能不全に陥ると言われる。一方で、フルバリュー型のプランはダウンサイドリスクが共有されるため、いかなる株価水準においても、株価維持の視点が喚起されることになる。

以上のような差異を踏まえると、基本的に上昇益還元型はハイリスク・ハイリターン、フルバリュー型はローリスク・ローリターンと整理することができる。上昇益還元型のプランは、金融危機等の株式不況や受給者の納得感、希薄化の観点から導入企業数が減少している状況にある（注3）。

一方で、フルバリュー型のプランは昨今の報酬ガバナンスとして、ダウンサイドリスクも踏まえた株主との利害共有が重要視

されることが多いことや、受給者にとっても価値が付与時点から認識されることで、報酬として理解しやすく納得感も高いことなどから、導入企業数が増加している状況にある。

③ フルバリュー型プランの比較

先述のとおり、フルバリュー型はピークルの多様化が進んでおり、その差異を正しく理解するのは一筋縄ではいかない。法律、会計、税務、事務負担等、専門的な側面が多様にある中で、いま一度、自社が長期インセンティブを通じて達成したいことやその要件を明確にした上で比較検討に臨まなければ、徒に各論比較に終始することになるだろう。

ここでは、業績条件等を付さないプランを前提に、経営者報酬実務の観点から比較を行う（図表3）。

【図表3】フルバリュー型の各ピークルの比較（注4）

ピークル	付与から現金化までの過程	株式価値保有の会社コスト効率	持株数増加の即効性	保有者の配当受領の有無	保有者の権利化の強度	わかりやすさ	
株式報酬型 ストックオプション	新株予約権 →現物株式→現金	○	×	×	○	△	広範付与時の事務負担 海外付与のハードル
現金支給→株式購入 (持株会拠出/第三者割当)	株式購入資金(現金) →現物株式→現金	×	○	○	○	○	持株会:原則、年間購入額に制限 (1,200万円) 第三者割当:発行差止リスク
株式(現金)交付信託	仮想ユニット (株式交付規程) →現物株式→現金	○	×	×	△	△	信託設定に伴う各種事項の検討
現金決済型株式報酬 (ファントムストック)	仮想ユニット (内規・契約) →現金	△	×	×	△	○	現物株式の介在なし
譲渡制限付株式ユニット※ (Restricted Stock Unit)	仮想ユニット (内規・契約) →現物株式→現金	○	×	×	△	△	グローバルで広く普及している標準的ピークル
譲渡制限付株式※ (Restricted Stock)	現物株式 →現金	○	○	○	○	○	グローバルで広く普及している標準的ピークル

※ 平成27年7月24日経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」報告書 別紙3「法的論点に関する解釈指針」における分類である「Performance Share（業績連動発行型）」、「Performance Share（初年度発行—業績連動譲渡制限解除型）」、「Restricted Stock」を、ピークル区分の観点から再分類した

1 株式価値保有の会社コスト効率

まず、株式価値保有の会社コスト効率について、会社からの支給額そのものが株式価値保有と同等になる株式報酬型ストックオプション、株式交付信託、譲渡制限付株式（/ユニット）に比べ、会社からいったん現金を支給し、所得税課税等された後の手取額分しか株式取得できない株式購入資金、第三者割当はコスト効率の面で劣るといえるだろう。

2 持株数増加の即効性

ストックオプション/ユニット/ポイント（信託）を介するものは、実際の株式取得までの間、役員個人別の保有株数の開示（有価証券報告書）には反映されない。

3 保有者の配当受領の有無

ストックオプション/ユニット/ポイント（信託）を介するものは、配当受領権がなく、株主還元に対する意識が高まらない懸念が想定される。

ただし、逆の視点として、業績条件等が付されているプランであれば、最終的に権利確定するかわからない部分についても配当を受領することに対する懸念の声もある。

4 保有者の権利化の強度

実際の株式取得や新株予約権と比較すると、ユニット/ポイント（信託）は、あくまで個人と会社（他益信託）間の権利関係の合意に過ぎないといえるだろう。

5 わかりやすさ

直接株式を保有するプランの方が、もら

い手、投資家（特に外国人機関投資家）の双方にとってシンプルでわかりやすい。

以上、一般的な状況下における比較を概観したが、業績条件等を付す場合・付さない場合、グローバルに広範な付与を計画する場合・そうでない場合、付与水準がどの程度であるか、など個社の状況・目的に応じて、自社に適したビークルをていねいに検討する必要があるだろう。

④ 想定される活用例

最後に、譲渡制限付株式を用いた活用例を2つ紹介したい。

1つは、昨今の「攻めのガバナンス」の文脈に沿うような形で、業績条件を付した株式報酬の導入を検討するケースである。

そしてもう1つは、上記のような制度への移行が自社の現行報酬制度と比較してあまりにギャップがあるというような場合に、段階的な対応として当面は業績条件等を付さずに譲渡制限付株式を付与するケースである。

後者の例として、退職慰労金制度を現在も有している会社とその廃止と同時に長期インセンティブを導入する、といったケースや現在、株式報酬型ストックオプションを付与している企業が今回の譲渡制限付株式の「解禁」を受けて、譲渡制限付株式の付与へ切り替えるといったケースが想定されるだろう。

1 攻めの報酬改革例：業績条件付の譲渡制限付株式

毎期の取組み・成果を年次インセンティ

ブで評価しつつ、中長期的な取組み・成果を長期インセンティブとして業績条件を付した形で株式報酬を付与する、という企業は一定程度増えてくると想定される。そこで、制度設計上の主な論点を簡単に紹介したい。

(1) 評価指標

まずは長期インセンティブを通じて、どのような項目を評価していきたいか、検討することになる。

客観性・透明性のある制度とするには定量的な評価指標を選択することが想定されるが、財務指標によって評価するか、株価指標によって評価するかが論点となる。

欧米諸外国の長期インセンティブに目を向けると、株価指標であるTSR (Total Shareholder Return, 株主総利回り) が長期インセンティブの評価指標として最も多く採用されている。

なお、税法上の特定譲渡制限付株式を前提とすると、事前確定届出給与の性質上、

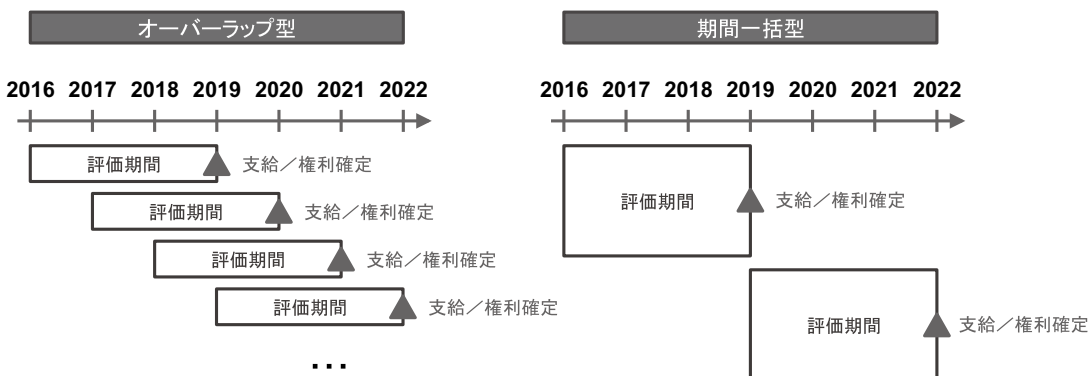
業績に応じて付与数が変動する形式（いわゆる「後発行」型）ではなく、付与する譲渡制限付株式に業績条件を付し、権利確定する数を変動させる形式（いわゆる「先発行」型）となるだろう。

(2) パフォーマンス・サイクル

次に、上記で検討した評価指標を每期評価するのか、それとも中期経営計画（「中計」）など、一定期間ごとに評価するのかという論点がある。

例えば、常に3年後の目標を立てられる指標を選択している場合は、每期長期インセンティブを付与し、それぞれについて、3年後に評価するという形式（「オーバーラップ型」）が取りやすく、逆に常に3年後の目標を立て続けるのは難しいという指標を選択している場合は、中計開始時に長期インセンティブを付与し、中計最終年度に評価するといった形式（「期間一括型」）がなじみやすいだろう（図表4）。

【図表4】オーバーラップ型と期間一括型（評価期間3年の場合）



(3) その他の論点

どのような指標を、どのような時間軸で評価していくか、という上記の論点以外にも長期インセンティブの設計論点は多様にある。

あくまで例示に過ぎないが、業績の目標水準の検討（例：基準業績，最大業績，最低業績），インセンティブカーブの検討（各目標における支給・権利確定割合・額），評価期間中に退任した者の取扱い（例：期間按分とするか），非居住者への対応（例：代替プランを運用するか），外国人役員を同一プランで対応するかどうか，など各社の状況にあわせて各種検討を重ねていく必要がある。

2 その他の報酬改革例

従来，フルバリュー型の株式報酬は退職慰労金の振り替え先として活用されることが多かったため，譲渡制限付株式についても，退職慰労金制度の廃止に合わせて振り替え先の選択肢の1つとして検討されることが見込まれる。

同様に，過去に退職慰労金制度を廃止して株式報酬型ストックオプションを導入した企業にとっては，現行制度を維持するのか，今後の付与を譲渡制限付株式に切り替えるのかといった論点が想定される。

特定譲渡制限付株式については，その譲渡制限が「退職に基因して解除されたと認められる場合」には退職所得とする旨，2016年7月5日付け国税庁『「所得税基本通達の制定について」の一部改正について（法令解釈通達）』において明らかにされている。

これを受けて，退職時に譲渡制限が解除

されるプランの導入を検討する企業も出てくると思われるが，特定譲渡制限付株式として事前確定届出給与の枠組みに当てはまるように制度設計するには一定程度のハードルがあると思われるので注意喚起しておきたい（注5）。株式報酬型ストックオプションや株式交付信託と合わせて，十分に比較検討されたい。

以上，経営者報酬の制度設計上の観点から，譲渡制限付株式と他の株式報酬プランの比較，またその活用例を概観してきた。各企業の担当者各位において，報酬制度見直しにおけるヒントとなっていれば幸いである。

（注1） 2016年7月10日時点における公表済み各社「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」よりウイリス・タワーズワトソン集計。その後，設置企業数はさらに増加しているものと想定される。

（注2） ストック・アプリーシエーション・ライト（Stock Appreciation Right）。株価上昇分のゲインを現金として受給する権利を付与するプラン。

（注3） 費用計上が発生するため有価証券報告書で報酬開示されながら，金融危機後の株式不況によって権利行使できないまま失効するという事象が多く見受けられ，いわゆる「開示損」と呼ばれた。

（注4） 図表中の記号（○，△，×）は，各項目における該当有無を示すに留まり，必ずしも優劣を示さない。

（注5） 藤田泰弘「平成28年度法人税関係（含む政省令事項）の改正について」（租税研究（第801号））