

リストラクテッド・ストック（譲渡制限付株式）導入企業の増加要因に関する考察

Short Review
2021年7月

投資工学研究所
宮尾 喜久男

1. はじめに

2015年6月に閣議決定された『「日本再興戦略」改訂2015』において、「経営陣に中長期の企業価値創造を引き出すためのインセンティブを付与することができるよう金銭でなく株式による報酬、業績に連動した報酬等の柔軟な活用を可能とするための仕組みの整備等を図る」と打ち出され、経済産業省から『「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる「リストラクテッド・ストック」）の導入等の手引～（平成28年6月3日時点版）』が公表されると共に会社法・税制も改正が重ねられてきた。

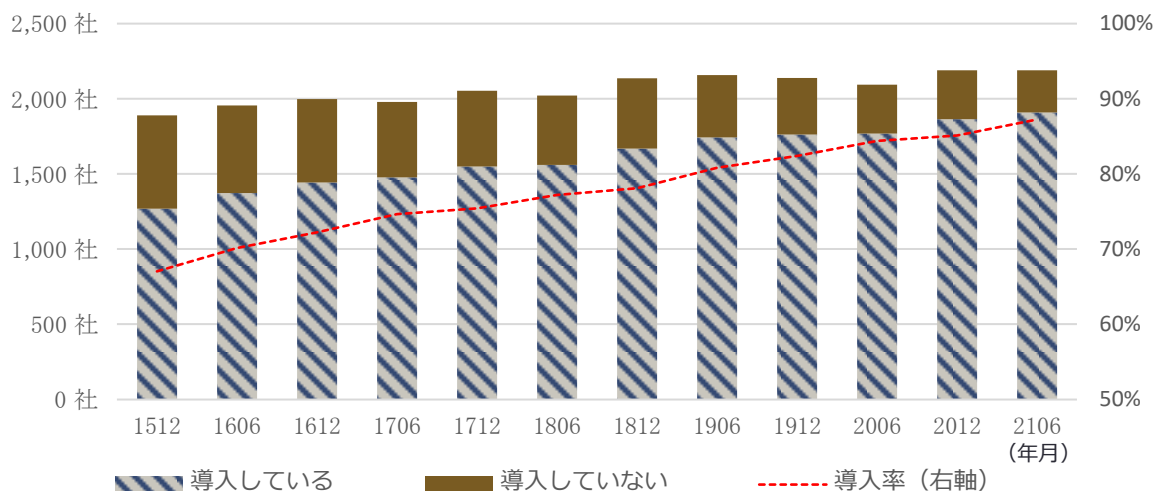
特に、株式報酬については、経営陣に株主目線での経営を促したり、中長期の業績向上インセンティブを与えるといった利点があるといわれ、投資家からの関心が高い。

2. インセンティブ報酬の導入状況

上場会社の実効的なガバナンスの実現に資する主要な諸原則を取りまとめたコーポレートガバナンス・コード（2021年6月版）には、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、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付けを行うべき」（原則4-2）であり、報酬制度を設計する際には「中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべき」（補充原則4-2①）と記載されている。

インセンティブ報酬制度を企業が導入しているかどうかについては、2015年以降に提出が求められるようになったコーポレート・ガバナンスに関する報告書における「取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況」で確認することができる。2021年6月末時点では、東証1部上場企業の2,189社のうち87%となる1,910社がインセンティブ報酬制度を導入しており、インセンティブ報酬制度を導入する企業は増加傾向にある（図表1）。

図表1 インセンティブ報酬制度導入企業数の推移（東証1部）



(出所) 各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書より日興リサーチセンター作成

3. 主なインセンティブ報酬制度

インセンティブ報酬制度にはリストラクテッド・ストックやストック・オプションなどがあり、それぞれの主な特徴を以下にまとめる。

事前交付型（現物株式）

一定期間の譲渡制限が付された現物株式を事前に役員に交付

主な特徴

- ・ 事前に株式の交付を受けることができることから、配当金の受領権がある、議決権を行使できる、開示書類の役員持株数に当該株式を含めることができる
- ・ 会社側の事務負担が比較的少ない
- ・ 証券口座の開設を事前に行う必要がある

※ 事前交付型リストラクテッド・ストック（譲渡制限付株式・RS）が該当

損金算入をするためには、無償取得される事由として勤務条件のみが付されている（業績条件無し）ことが必要

事後交付型（現物株式）

現物株式を一定期間経過後に役員に交付

主な特徴

- ・ 事前に株式の交付を受けることができないことから、当初は配当金受領権や議決権が無く、開示書類の役員持株数に当該株式を含めることができない
- ・ 比較的自由な制度設計が可能

- ・ 会社側の事務負担が比較的少ない
 - ※ 事後交付型リストラクテッド・ストック (RSU)
損金算入をするためには、勤務条件のみを条件に役員に交付（業績条件無し）することが必要
 - ※ パフォーマンス・シェア・ユニット (PSU)
業績条件に応じて役員に交付

ストック・オプション

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できる権利を付与

主な特徴

- ・ 権利行使前には、配当金受領権や議決権が無く、開示書類の役員持株数に当該株式を含めることができない
- ・ 会計基準が明確（企業会計基準委員会（ASBJ）より「ストック・オプション等に関する会計基準」、「ストック・オプション等に関する会計基準に関する適用指針」が公表されている）
- ・ 会社側の事務負担が比較的大きい

株式交付信託

報酬相当額の資金を信託に拠出し、信託が当該資金を原資に市場等から株式を取得した上で、一定期間経過後に役員に株式を交付

主な特徴

- ・ 配当金は信託報酬等の一部に充当されることが一般的である
- ・ 議決権が無い（信託管理人が議決権不行使の指図を行う）
- ・ 開示書類の役員持株数に当該株式を含めることができない
- ・ 比較的自由的な制度設計が可能
- ・ 会計基準が明確（ASBJより、「従業員等に信託を通じて自社の株式を交付する取引に関する実務上の取扱い」が公表されている）
- ・ 会社側の事務負担が少ない（信託銀行が交付事務等を行う）
- ・ 信託設定時および信託期間中に信託報酬や信託管理人報酬等の費用が発生する

金銭報酬（業績・株価連動型）

主な特徴

- ・ 株式報酬制度のように発行済株式数や資本構成に影響を与えないため、株式の希薄化は生じない
- ・ 会社側の事務負担が比較的少なく、コストも少ない
- ・ 報酬支給時にキャッシュアウトが生じる（業績・株価上昇時にはキャッシュアウトが多額になる）

る)

- ・ 報酬支給以降のインセンティブ効果は期待できない（クローバック条項¹を導入した場合でも、不正の抑止力にはなるが、インセンティブ効果は期待できない）

※ ファントム・ストック

仮想的に株式を付与し、一定期間経過後に株価相当の金銭を役員に交付

※ パフォーマンス・キャッシュ

中長期の業績目標の達成度合いに応じて、金銭を役員に交付

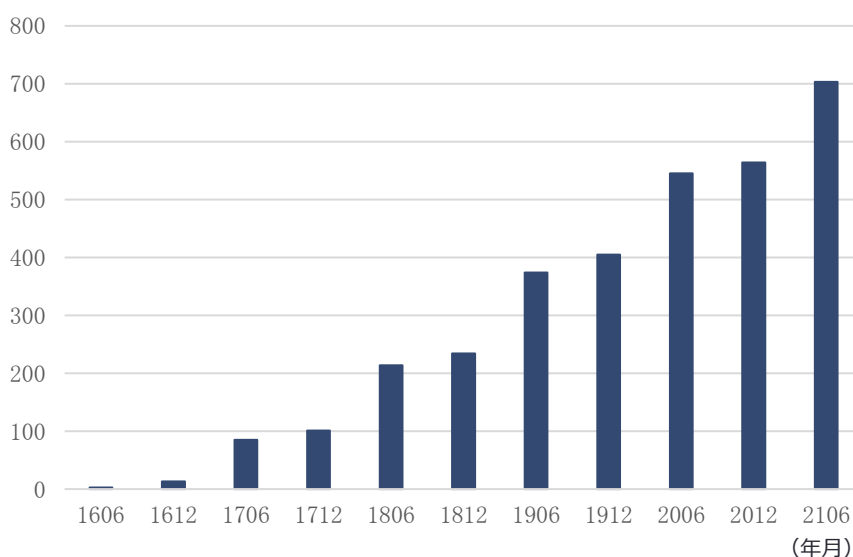
※ SAR (Stock Appreciation Right)

一定期間経過後の株価があらかじめ定められた価格を上回っている場合に、その差額部分の金銭を交付

4. 事前交付型リストラクテッド・ストック (RS) 導入企業の傾向

経済産業省より 2016 年に『「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる「リストラクテッド・ストック」）の導入等の手引～（平成 28 年 6 月 3 日時点版）』が公表され、その後 2017 年 4 月の税制改正で、役員給与として支給された一定の譲渡制限付株式による給与の届出が不要となる事前確定届出給与の対象とする制度整備が行われた。それ以降 RS を導入する企業が増加し、2021 年 6 月末時点では東証 1 部上場企業のうち 703 社で RS の導入実績を確認することができる（図表 2）。

図表 2 RS 導入実績数の推移（東証 1 部）



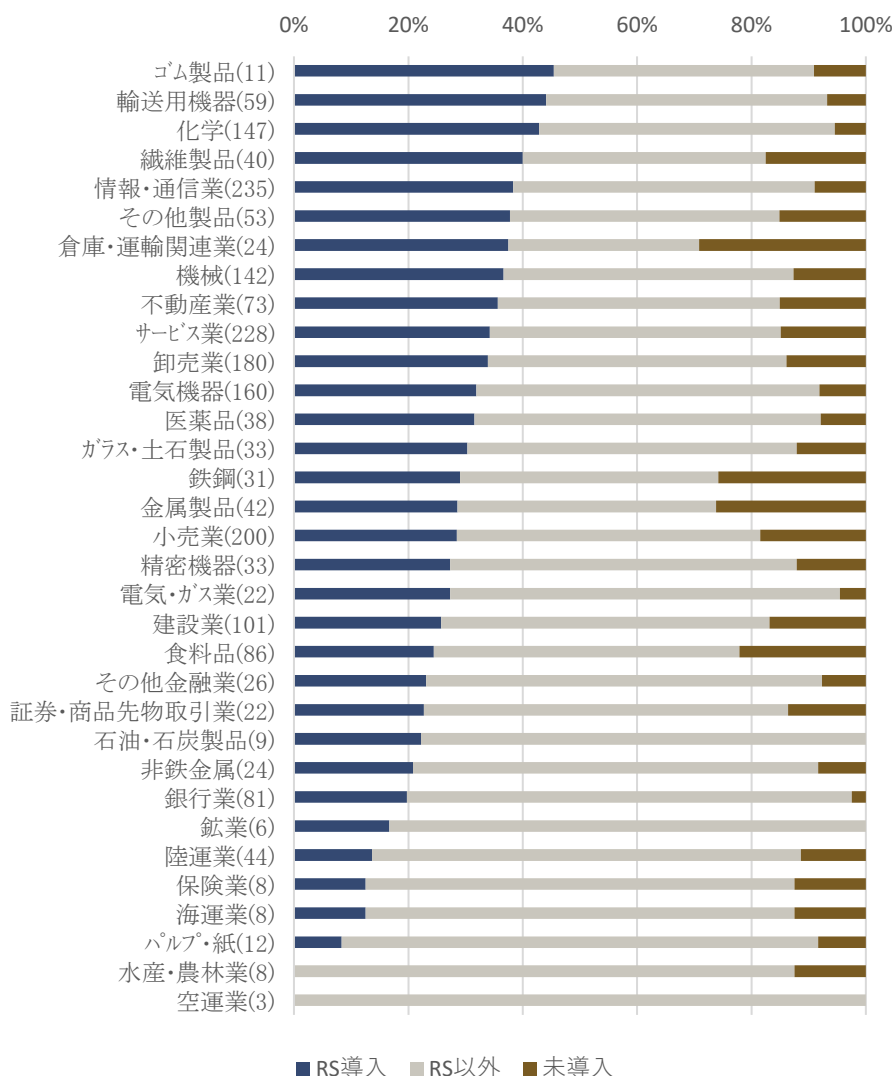
従業員向けに株主総会の付議を要せずに導入した RS は集計対象外、以下同様
 (出所) SMBC 日興証券制度商品推進部が集計したデータより日興リサーチセンター作成

¹ 不正会計や投資失敗に伴う巨額の損失が生じた場合に支払い済みの役員報酬を会社に強制的に返還させる仕組み

増加傾向にあるRS導入企業の状況を把握するため、東証1部上場企業2,189社（2021年6月末時点）をRSの導入実績がある（以下「RS導入」）703社、インセンティブ報酬制度導入企業からRS導入企業を除いた1,207社（以下「RS以外」）、インセンティブ報酬制度を導入していない（以下「未導入」）279社に分け集計を行った。

まず、東証33業種別に集計を行った。RS導入割合が最も高いのはゴム製品（45%、5/11社）であり、次に高いのは輸送用機器（44%、26/59社）であった。一方、水産・農林業、空運業には、RS導入企業は無かった。なお、石油・石炭製品、鉱業、空運業に未導入は無く、何らかのインセンティブ報酬制度を導入していることがわかる（図表3）。

図表3 東証33業種別RS・インセンティブ報酬導入割合（東証1部）



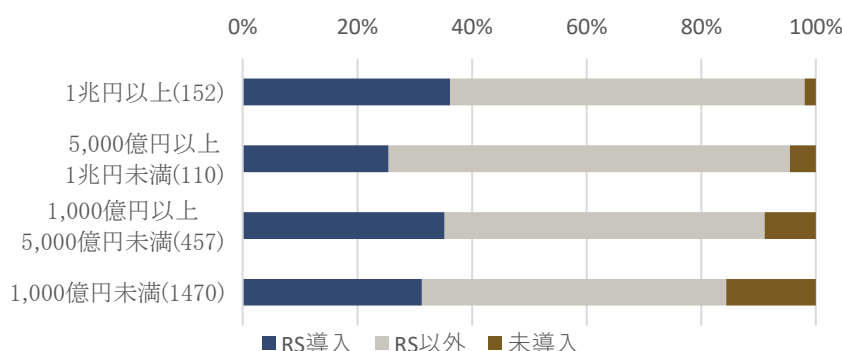
括弧内の数値は該当する業種に含まれる銘柄数

(出所) 各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書、SMBC日興証券制度商品推進部が集計したデータより
日興リサーチセンター作成

次に、時価総額別に集計を行った。時価総額別の RS 導入割合は、1兆円以上の企業の36% (55/152社)、5,000億円以上1兆円未満の企業では25% (28/110社)、1,000億円以上5,000億円未満の企業では35% (161/457社)、1,000億円未満の企業では31% (459/1,470社)であった。

なお、インセンティブ報酬制度の導入割合は、時価総額が大きいほど高いという傾向があった(図表4)。

図表4 時価総額別 RS・インセンティブ報酬導入割合 (東証1部)



括弧内の数値は該当する時価総額の範囲に含まれる銘柄数

(出所) Quick、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書、SMBC日興証券制度商品推進部が集計したデータより

日興リサーチセンター作成

5. 事前交付型リストラクテッド・ストック (RS) 導入企業の増加要因に関する考察

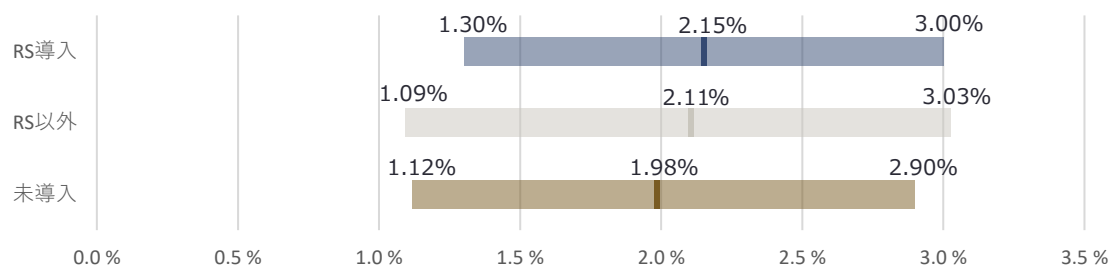
前章で確認したように RS を導入する企業が増加しているが、その要因としては、制度整備等が行われたことだけではなく、RS には他のインセンティブ報酬制度と比較して以下の優位性があるからだと考える。

(1) RS は配当について役員と株主との利害関係が一致する

株価は配当を行うと配当落相当分下落すると考えられるので、配当受領権が無い事後交付型株式報酬制度 (RSU、PSU) や、報酬相当額が株価のみで決定される金銭報酬制度 (ストック・オプション、ファントム・ストック、SAR) を採用していた場合、役員には配当を抑制する動機付けになる可能性がある。そこで、配当の指標となる予想配当利回り、配当性向、それぞれについて採用する報酬制度による傾向を確認するために集計を行った。

各報酬制度における予想配当利回りの中央値は、RS 導入で 2.15%、RS 以外で 2.11%、未導入で 1.98%であり、RS 導入企業の予想配当利回りが高いという傾向がある (図表 5)。

図表 5 RS 導入企業等の予想配当利回り（東証 1 部）

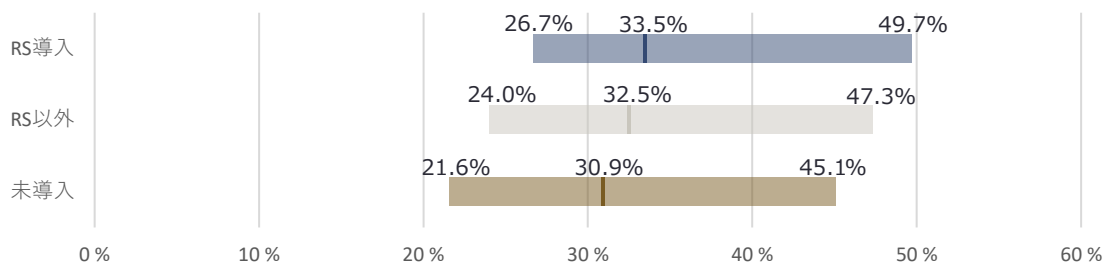


グラフは四分位を表示しており、横棒グラフ右端は上から 25%の値、中央の線は中央値（上から 50%の値）、左端は上から 75%の値である。RS 導入の各数値は、RS 導入企業で予想配当を公表している会社は 696 社あるが、右端の[3.00%]は予想配当利回りが高い方から数えて 174 (≒(696+1)÷4×1) 社目の予想配当利回りが 3.00%、中央の[2.15%]は予想配当利回りが高い方から数えて 349 (≒(696+1) ÷4×2) 社目の予想配当利回りが 2.15%、左端の[1.30%]は予想配当利回りが高い方から数えて 523 (≒(696+1)÷4×3) 社目の予想配当利回りが 1.30%であることを表している。以下（図表 6、7）でも同様。

（出所）Quick、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書、SMBC 日興証券制度商品推進部が集計したデータより
日興リサーチセンター作成

また、各報酬制度における配当性向の中央値は、RS 導入で 33.5%、RS 以外で 32.5%、未導入で 30.9%であり、RS 導入企業の配当性向が高いという傾向がある（図表 6）。

図表 6 RS 導入企業等の配当性向（東証 1 部）



（出所）Quick、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書、SMBC 日興証券制度商品推進部が集計したデータより
日興リサーチセンター作成

(2) RS は海外機関投資家の要望に答えている

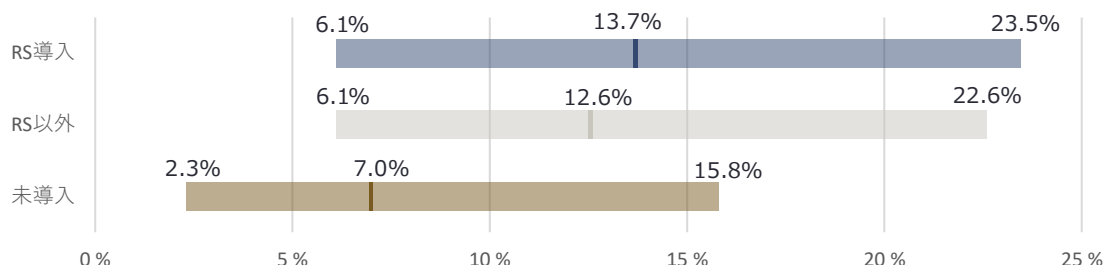
事前交付型である RS は報酬発生時に交付株式数を役員持株数に含めることができる。

欧米では極めて一般的である株式保有ガイドラインでは、CEO は在任中には年間基本報酬の 3~5 倍相当の株式を継続保有することが求められ、海外の投資家にとっては、役員の株式保有数が投資の判断材料の一つとなっている。そこで、外国人持株比率について、採用する報酬制度による傾向を確認するために集計を行った。

各報酬制度における外国人持株比率の中央値は、RS 導入で 13.7%、RS 以外で 12.6%、未導入で

7.0%であり、RS 導入企業の外国人持株比率が高いという傾向がある（図表 7）。

図表 7 RS 導入企業等の外国人持株比率（東証 1 部）



（出所）Quick、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書、SMBC 日興証券制度商品推進部が集計したデータより
日興リサーチセンター作成

6. おわりに

インセンティブ報酬として、事前交付型リストラクテッド・ストック（譲渡制限付株式・RS）を導入する企業が増加してきている。RS 導入企業の増加要因として、配当について役員と株主との利害関係が一致すること、役員持株数を投資の判断材料の一つとする海外投資家の投資を呼び込みやすくなること等が考えられることがわかった。

インセンティブ報酬全般、個別企業ごとの調査・分析等は今後の課題としていきたい。

参考資料

経済産業省[2016], 『「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる「リストラクテッド・ストック」）の導入等の手引～（平成 28 年 6 月 3 日時点版）』

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/160603siryo.t.pdf

経済産業省[2021], 『「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～（2021 年 6 月時点版）』

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/210607incentiveplan.pdf

東京証券取引所[2021], 『コーポレートガバナンス・コード（2021 年 6 月版）』

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf>

東京証券取引所[2021], 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2021』

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf>

日本公認会計士協会[2019], 『インセンティブ報酬の会計処理に関する研究報告』

https://jicpa.or.jp/specialized_field/files/2-11-15-2-20190527.pdf

(END)