

《論 文》

1990年代から2000年代前半のわが国における株式報酬制度の展開
—株式報酬制度に関する分析視座の形成—

池 村 恵 一

Development of Stock Options in Japan from the 1990s to the early 2000s

KEIICHI IKEMURA

キーワード

役員報酬制度 (Director compensation), ストック・オプション (Stock option), 新株予約権 (Share acquisition right), 退職慰労金制度 (Retirement benefit)

目 次

1. はじめに
2. 1990年代における日本企業による株式報酬制度の端緒としてのストック・オプション導入
 - (1) 自己株式の取得に関する規制緩和の議論にみるストック・オプション導入のニーズ
 - (2) 1990年代における自己株式の取得に関する規制緩和の到達点—擬似ストック・オプション導入の誘因
 - (3) 擬似ストック・オプションの出現と新規事業法によるストック・オプション制度の導入
 - (4) 平成9年(1997年)商法改正によるストック・オプション制度の本格的な導入
3. 役員報酬制度の改革と新株予約権を用いた株式報酬制度の展開
 - (1) 役員報酬制度の見直しにかかる議論—役員退職慰労金制度の廃止の動き
 - (2) 金庫株解禁と新株予約権の制度導入
 - (3) 役員報酬制度の改革の潮流にみる株式報酬型ストック・オプション導入

4. おわりに—日本企業における株式報酬制度の導入や展開に関する分析視座の形成

1. はじめに

1990年代に端緒をみることができるといえる日本企業における株式報酬制度は、2020年代前半の現在時点においても、いくつかの形式のもとで活発に利用されている。まず株式報酬制度の利用に関する大きな潮流としては、1990年代の中頃から後半にかけて、取締役などに将来の経営努力に対するインセンティブを与えるという目的のもと、一定の権利行使価格のもとで権利行使期間に企業の株式を取得することができる通常型のストック・オプションの利用がみられた。2000年代中頃からは、通常型のストック・オプションが定着していくなかで、権利行使価格が1円に設定される株式報酬型ストック・オプションの利用がみられるようになり、さらに2010年代中頃には、譲渡制限付株式や株式交付信託といったストック・オプションとは異なる形式の株式報酬制度の利用が活発にみられるようになった。

日本企業における株式報酬制度の導入やその

展開について分析を行う場合、その背景にある経済界のニーズをふまえた法制度の変革とともに、実践的な運用の側面についても着目する必要がある。株式報酬制度の利用目的の根本には、取締役などに対するインセンティブの付与があげられるが、時代の流れに即した制度の展開と実践的な運用のなかで、インセンティブの付与以外の要因もその利用目的に含まれてくる可能性がある。注目すべき事例としては、役員退職慰労金制度の廃止とともに取り上げられた株式報酬型ストック・オプションの導入があげられる。通常、企業側は、インセンティブの付与はもちろんさまざまな要因にもとづいて、ひとまとまりのパッケージとしての経営者報酬制度を構築しようとするはずであり、株式報酬制度の利用もその設計における一要素に過ぎない¹⁾。他の報酬制度との関連で株式報酬制度がどのように利用されているかという視点も分析には不可欠である。

本稿は、1990年代から2000年代前半における法制度上の規定をふまえながら、日本企業による株式報酬制度の導入と展開に着目して、とく

に2000年代中頃からみられるようになった株式報酬型ストック・オプションの導入の事例について検討を行う。株式報酬型ストック・オプションの導入には、役員報酬制度に対する改革の一つの形態が顕著に現れており、これについて検討を加えることは、2000年代前半に生じた報酬制度改革の潮流の一端を明らかにすることにつながる。また、本稿では、1990年代から2000年代前半における株式報酬制度の導入と展開についての概観をふまえ、株式報酬制度を分析する際の視座も検討する。株式報酬制度の導入期や発展期にあたる1990年代から2000年代前半にかけて、法制度の整備状況や規定の変遷、さらには株式報酬制度の導入事例について検討を行うことにより、日本企業における株式報酬制度について、制度的な変遷と実践的な運用の両面をふまえた分析を実施するための有益な視座を示す。

図表 1 自己株式およびストック・オプションの記事検索結果

(年度：4/1-3/31)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
自己株式の記事件数	2	1	18	23	5	15	5	5	2	2
(絞込み関連キーワードのうち絞込可能記事件数が最も多いキーワード)	ディスクロージャー	—	政策・制度	政策・制度	政策・制度	政策・制度	みなし配当 課税	ストック・オプション	企業再編	委員会
ストック・オプションの記事件数	1	4	5	8	10	125	173	500	253	362
(絞込み関連キーワードのうち絞込可能記事件数が最も多いキーワード)	—	経営トップ	資金調達	政策・制度	最高経営責任者	政策・制度	自社株買い	自社株買い	自社株買い	自社株買い

注) 記事件数が1件の場合、絞込み関連キーワードは表示されない。また、絞込み関連キーワードが記事検索の主たるワード「自己株式」や「ストック・オプション」と重複している場合は、絞込み関連キーワードのうち絞込可能記事件数が次に多い関連キーワードを表示している。

(出所：筆者作成)

1) 乙政(2002)は、公表資料にもとづいてわが国の経営者報酬がどのような仕組みでどのようなパフォーマンス尺度にもとづいて決定されているかを報酬パッケージの構成要素とデザイン観点から整理を行っている。

2. 1990年代における日本企業による株式報酬制度の端緒としてのストック・オプション導入

(1) 自己株式の取得に関する規制緩和の議論にみるストック・オプション導入のニーズ

1990年代において日本企業によるストック・オプション導入の大きな契機となったのは、自己株式の取得・保有に関する規制の緩和があげられる。ストック・オプションは、その権利行使により自社株式を対象者に譲渡しなければならないが、自己株式を対象としたストック・オプション制度を利用する場合、そもそも企業による自己株式の取得と、譲渡を行うまでの一定期間における自己株式の保有が必要となる。1990年代前半においては、ストック・オプション導入のニーズは存在していたものの、自己株式の取得に関する規制緩和の議論が優先されていた。具体的に、自己株式の取得に関する規制緩和の議論のなかでは、規制緩和が要望される理由の一つとして、ストック・オプション制度の利用が取り上げられていた（法務省民事局参事官室 1993, 吉戒・小野瀬 1993）。

ストック・オプション制度の利用に関する議論よりも、自己株式の取得に関する規制緩和の議論の方が優先されていたという点は新聞記事の検索件数にもみることができる。図表1は、日本経済新聞社が提供する記事検索データベースの日経テレコン21を通じて日経4紙における自己株式とストック・オプションに関する記事の検索結果を示している。自己株式については、「自己株式 取得 規制 緩和」（すべてを含む）で検索を行い、ストック・オプションについては、「ストック・オプション 導入」（すべてを含む）で検索を行った。自己株式の記事件数については、1992年度から1993年度で一定程度の増加がみられ、1994年度以降は減少している。また、1992年度から1995年度における自己株式に関する当時の記事の絞込み関連キーワードとしては、「政策・制度」が頻出されている。これは、当時の記事において、自己株式の取得

に関する規制緩和の論点が「政策・制度」というキーワードに関連づけられて扱われていたということを示唆している。次に、ストック・オプションの記事件数については、1995年度から増加傾向に入ったとみられ、1997年度には500件に到達し、経済社会一般における論点として大きな関心が寄せられていたとみられる。絞込み関連キーワードとしては、「自社株買い」が頻出されている。両者の記事件数が最も多い年度に注目してみると、自己株式の記事件数が最も多い年度は1993年度であり、自己株式の論点に対する関心は、ストック・オプションの論点に対するそれよりもやや先行していたとみられる。ここでは自己株式の取得に関する規制緩和の延長線上で、ストック・オプションの導入に関する議論の盛上りがみられたという理解が得られる。1990年代におけるストック・オプションの導入と運用の分析においては、自己株式の取得に関する規制の動向にも留意する必要がある。

(2) 1990年代における自己株式の取得に関する規制緩和の到達点一擬似ストック・オプション導入の誘因

わが国商法における自己株式の取得に関する規制については、明治32年（1899年）制定以降、絶対的に禁止という厳しい立場がとられてきた。主な理由としては、自己株式の取得により会社財産の充実を損なうことを回避し会社債権者を保護することがあげられる。昭和13年（1938年）商法改正では原則禁止・例外許容へと緩和の方向づけがなされ、数次の改正が行われるものの、取得事由が株式の消却や合併に限定されており、取締役や使用人に譲渡するための取得は認められてこなかった。平成6年（1994年）の商法改正では、従業員持株会への譲渡を可能にする「使用人に譲渡するため」という取得事由が追加された。これは、一定の前進とみられるが、取締役などの役員を対象とした取得は依然として認められていなかった。また、使用人に譲渡するための自己株式の取得で

あっても、その保有期間に関する制限は6ヶ月とされていた。これは、6ヶ月以内に譲渡しなければならないという制限であり、取締役を対象とした中長期的なインセンティブを与えるような制度の設計には不十分であった。わが国商法における自己株式の取得に関する規制緩和の要望のなかには、取締役に対するストック・オプションの導入も取り上げられており、経済界からのストック・オプションの導入のための制度改革の要望は次第に強まっていった。これらの状況は、既存の制度を活用した擬似ストック・オプションの出現に大きく作用したとみられる。

(3) 擬似ストック・オプションの出現と新規事業法によるストック・オプション制度の導入

すでに述べたように、平成6年(1994年)商法改正における自己株式の取得に関する規制緩和においても、取締役に対する自己株式の譲渡を可能とするような制度的な状況の改善はみられなかった。これらの状況は、経済界における制度改革への動きを加速させることになり、一部の企業によって当時の現行法の枠組みのもとでストック・オプションと同じ効果を生み出すような仕組みの構築が試みられた。いわゆる擬似ストック・オプションである。

擬似ストック・オプションを最初に導入したのはソニーとされている。ソニーは、平成7年(1995年)8月に分離型新株引受権付社債(以下、ワラント債)を利用した擬似ストック・オプションを導入した。これは、ワラント債を発行するとともに引受証券会社からワラント部分を買戻して役員に付与する方式である。また、ソフトバンクでは、大株主拋出型方式が採用された。これは、大株主である社長が自ら保有する自社株式を拋出して、付与対象者との間でストック・オプション契約を締結するものである。擬似ストック・オプションにはいくつかの方式が存在しており、報酬制度改革が進まない状況下で経済界は自ら改革のイニシアティブを

とろうとした²⁾。その後、平成9年(1997年)6月にストック・オプションが解禁されるまで、この擬似ストック・オプションは延べ59社、276億円の発行実績を記録することになったとされている(柴1999, p. 17)。

なお、ソニーによる擬似ストック・オプションの導入と同じタイミングで、いわゆるベンチャー企業によるストック・オプションの導入が容認された。これは、平成7年(1995年)に改正された特定新規事業実施円滑化臨時措置法(平成元年成立のいわゆる新規事業法)により認定を受けた企業に特例として認められるものであり、資金の乏しいスタートアップ企業による人材確保の手段として大きな注目を浴びた³⁾。

公開会社による擬似ストック・オプション導入と新規事業法のもとでのベンチャー企業によるストック・オプション導入は、経済界におけるストック・オプション制度の積極的な利用を顕在化させるものであったが、やはり導入企業に対しては手続きコストの負担を強いるものであった。たとえば、擬似ストック・オプションは整備された法制度のもとでの導入・運用ではなく、現行法の枠組み内での企業独自の実施によるものであり、それらの手続きは法的なリス

2) 平成7年(1995年)8月にソニーがワラント債方式を導入した翌年2月に、メルコ、OSG、コナミ、プロルート丸光の4社がストック・オプションを導入する目的でワラント債を発行した。導入にあたっては各社とも細部に工夫が施されており、インセンティブに対する独自の構想が反映されていたとされる(「スクランブル：ワラントを使ったインセンティブ付与」『旬刊商事法務』(1416) p. 51)。

3) 荒尾(1999)は、新規事業法の平成7年(1995年)改正後、平成8年以降で同法の認定を受けた会社によるストック・オプションの導入が急増したとし、平成8年(1996年)、平成9年(1997年)、および平成10年(1998年)のそれぞれで、11件、31件、24件のストック・オプション導入事例があったとしている(p. 268)。また、平成11年(1999年)3月末時点において、新規事業法の認定件数159件のうち、ストック・オプション導入を実施している会社が70社あったとしている(p. 273)。

クを生じさせうるものであった⁴⁾。また、新規事業法のもとでのストック・オプションは、株式の有利発行規制との関係から、定款に定めを設けることや株主総会の特別決議が求められた。

(4) 平成9年(1997年)商法改正によるストック・オプション制度の本格的な導入

擬似ストック・オプションと、新規事業法上のストック・オプションの利用が拡大するなかで、一般のストック・オプション制度の導入を可能とするために平成9年(1997年)商法改正が行われた。実務界からの強い要望があり、当時の政府も平成10年度の早期から実施するよう閣議決定を行っていたところであるが、平成9年(1997年)5月に商法の改正としては初めて、超党派の議員立法方式で当該改正が成立し話題となった。自己株式の取得に関する規制についても、平成6年(1994年)商法改正からさらに緩和が進められ、商法上のストック・オプション制度としては、自己株式方式と新株引受権方式の2種類の方法が導入された。この2つの方式の導入を可能にした改正の要点としては、①自己株式の取得事由に、使用人への譲渡のみならず取締役への譲渡も加えられたこと、②新株引受権を付与できる対象者として、取締役と使用人の両方があげられたことが指摘される。

具体的に、自己株式方式によるストック・オプションの導入に関しては次の改正内容があげられる。

- ・ 正当な理由のあるときは取締役または使用人に株式を譲渡するために発行済株式総数の10%以内で自己株式を取得することが認められる。

4) 川島(1999)は、擬似ストック・オプションの制度上の位置づけが不明確のため、それによるリーガル・リスクを採用企業が負担しなければならないとし、具体的に、取締役の報酬規制や開示の方法などの関係で問題が生じうるとしている(p. 22)。

- ・ 株主総会の普通決議が必要とされる。決議にあたり取締役は、取締役または使用人に株式を譲渡することを目的として買い受けるべき株式の種類や総数、取得価額の総額、さらには権利行使期間や権利行使条件などを決議しなければならない。

- ・ スtock・オプションを行使できる期間の終期は、決議の日より10年以内とされている。

また、新株引受権方式によるストック・オプションの導入に関しては次の改正内容があげられる。

- ・ 定款に定めがあり、正当な理由があるときは取締役または使用人に新株引受権を与えることができるとされている。定款に定めがない場合は、定款を変更する必要がある。
- ・ 新株引受権を与える対象者、目的となる株式の種類や総数、権利行使期間、権利行使条件などについて株主総会の特別決議が必要とされる。
- ・ 新株引受権の目的となる株式の総数は、発行済株式総数の10%以内とされている。
- ・ スtock・オプションの権利行使期間の終期は、決議の日より10年以内とされている。

しかしながら、自己株式方式の場合では株主総会の普通決議のみでストック・オプションの付与が可能とされるのに対して、新株引受権方式の場合では新株引受権を付与することを定款に定める必要があり、さらに新株引受権の付与にあたっては必要事項につき株主総会の特別決議が必要とされていた。つまり、自己株式方式と比べて、新株引受権方式の場合では、企業による制度の運用や手続きにかかるコストの負担が大きくなるとされた。加えて、この2つの方式の併用は認められておらず、ストック・オプションの実施方法について柔軟性を欠いていた。もっとも、市場に流通する株式数をコントロールするニーズを有している公開会社については、自己株式方式を採用するものと想定され

図表2 自己株式取得の推移

(年: 1/1-12/31)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	全体
自己株式取得件数 (社数)	1	15	128	495	506	709	1854
うち							
上場 [全体に占める割合 (%)]	0[0]	10[67]	97[76]	374[76]	393[78]	579[82]	1453[78]
非上場	1	5	31	121	113	130	401
発行済株式総数に対する取得株式数の割合 (%)	3.34	3.85	3.18	2.28	2.14	2.02	2.22

注) 取締役会決議日で件数カウントしている。発行済株式総数に対する取得株式数の割合は平均値を表示している。

(出所: 筆者作成)

ていたが⁵⁾、当時の商法改正および施行のタイミングにおいては経済・株価が低迷しており、自己株式を取得して保有しておくことの負担が問題視されていた⁶⁾。自己株式方式であれ、新株引受権方式であれ、制度の導入と運用にかかる企業の負担は依然として無視できないものであった。

平成9年(1997年)商法改正のもとでのストック・オプションの導入企業数の推移については、平成9年(1997年)5月に宇部興産がストック・オプションの導入を表明して以降、平成9年(1997年)3月期にかかる株主総会までに33社がストック・オプションの導入を決定した。当該改正商法においては、自己株式方式が先行して施行されており、この33社は自己株式方式によるものであった。続いて、自己株式方式で導入する企業数は、平成10年(1998年)3月期にかかる株主総会で前年の3倍弱の92社⁷⁾に達した。さらに、新株引受権方式によ

るストック・オプションの導入企業数については、平成10年(1998年)3月期にかかる株主総会で37社あった⁸⁾。

他方、平成9年(1997年)商法改正におけるストック・オプション制度の本格的な導入は、企業による自己株式の取得にも大きな影響を及ぼした。自己株式の取得事由に取締役への譲渡が加わり、自己株式をストック・オプションとして付与する制度的な環境がより一層整備された。これにより自己株式の取得の件数は次第に増加していった。図表2は、日経バリューサーチの企業イベント検索で「自己株取得」(期間: 1995年1月1日~2000年12月31日)を検索した結果を示したものである。1997年以降で自己株式の取得が急増している。期間全体を通して自己株式の取得割合は2.22%であり、自己株式取得の8割近くが上場会社によって行われている。

このように、商法改正によるストック・オプション制度の導入については、改正年内の平成9年(1997年)3月期にかかる株主総会から早期に取り扱われており、株主総会開催時点までに33社が導入を表明し、改正年の翌年の平成10年(1998年)3月期にかかる株主総会において

5) そもそも自己株式方式については、大規模な公開会社によるストック・オプション制度の利用が想定されており、新株引受権方式については、未公開の中小規模会社や、自己株式の取得に要する資金が不足するベンチャー企業による利用が想定されていたとされる(太田昭和監査法人公開業務部編1997, p. 11)。

6) 当時、自己株式の保有による評価損の計上が問題視されていた(内藤1999, p. 5)。

7) 平成10年(1998年)4月期にかかる株主総会での導入決議2社を含んでいる。

8) 平成9年(1997年)改正商法のもとでのストック・オプション制度の導入件数については、中央クーパース・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社編(1999, pp. 374-391)掲載の大和証券事業開発部調査(1998年7月12日)による。

図表3 報酬制度改革および退職慰労金制度の記事検索結果

(年度: 4/1-3/31)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
報酬制度改革の記事件数	1	12	17	43	50	43	44	38	33	36	30	13	9	
(絞込み関連キーワードのうち絞込み可能記事件数が最も多いキーワード)	—	ストック・オプション	ストック・オプション	政策・制度	役員報酬	役員報酬	経営	企業	企業	政策・制度	政策・制度	コーポレート・ガバナンス	株式	
退職慰労金の記事件数	36	29	54	74	58	63	57	99	106	140	167	145	97	
(絞込み関連キーワードのうち絞込み可能記事件数が最も多いキーワード)	決算	決算	決算	決算	株主総会	決算	株主総会	株主総会	株主総会	株主総会	株主総会	役員	取締役	役員報酬

注) 記事件数が1件の場合、絞込み関連キーワードは表示されない。また、絞込み関連キーワードが記事検索の主たるキーワードと重複している場合は、絞込み関連キーワードのうち絞込み可能記事件数が次に多い関連キーワードを表示している。

(出所: 筆者作成)

は、自己株式方式と新株引受権方式をあわせて前年の4倍弱にあたる127社が新たに導入を表明した。商法改正直後の早期にストック・オプションの導入に動き出したこれら企業の構成としては、1996年度導入企業と1997年度導入企業において、上場会社と当時の店頭登録会社の割合がおおよそ半々であったことは注目に値する(中央コーパス・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社編1999, pp. 374-391)。

その後、平成12年(2000年)5月末時点までに、ストック・オプションを導入済みの株式公開企業は554社に至り、上場・店頭企業全体の6社に1社の割合でストック・オプションの導入が実施されているとされた(日本経済新聞「根付き始めたストックオプション 上」平成12年6月22日)。さらに、平成15年(2003年)10月末時点では、導入企業数が1,207社に達しているとされ、ストック・オプションの付与決議案の件数は、同年同月時点で延べ2,401件に達しているとされた(吉川・竹口2003, p. 1)。

2000年代前半においては、役員報酬制度改革に積極的な企業の多くがストック・オプションの導入に着手し、改正商法のもとで当該制度の利用を定着させていったとみられる。また、平成9年(1997年)商法改正以降でみられるストック・オプションの導入件数の増加にあわせて、図表2で示すように自己株式の取得につい

ても1997年以降で急増しており、自己株式の取得による財務的な活動も活発に行われたとみられる。図表1のストック・オプションに関する記事件数が増加した1996年度から1999年度において、絞込み関連キーワードが「自社株買い」となっている点にも整合性をみることができ

3. 役員報酬制度改革と新株予約権を用いた株式報酬制度の展開

(1) 役員報酬制度の見直しにかかる議論—役員退職慰労金制度の廃止の動き

商法におけるストック・オプション制度が開始されて以降、役員報酬制度改革を推し進めようとストック・オプション制度の導入が積極的にみられるようになる。その背景には、コーポレート・ガバナンスに関する議論の高まりと同時に、既存の役員報酬制度に対する批判も存在していた。ストック・オプションの導入件数の増加は、ある一面では既存の役員報酬制度に対する批判への対処とみることもできる。とくに株主総会においては、株主たる機関投資家から企業の業績とは無関係に決まる固定的な役員報酬に対して厳しい批判が相次いでなされた。図表3は、「報酬制度改革」というキーワードで新聞記事の検索を行ったものである。検索期

図表4 平成16年(2004年)6月,平成17年(2005年)3-6月および
平成18年(2006年)6月株主総会における役員退職慰労金制度の廃止議案件数

(社数としてカウント)		平成16年(2004年) 6月株主総会	平成17年(2005年) 3-6月株主総会	平成18年(2006年) 6月株主総会
役員退職慰労金制度の廃止議案		100	269	274
うち	廃止+打切り支給決議	73	202	245
	廃止+報酬制度改定	31	90	160
	廃止+株式報酬型SO導入	7	44	17
備考:廃止理由		廃止した会社の約半数が「経営改革の一環」	100社程度が「経営改革の一環」または「役員報酬制度見直しの一環」	109社が「経営改革の一環」または「役員報酬制度見直しの一環」

(出所:『資料版商事法務』(246) pp. 6-58, (253) pp. 34-45, (255) pp. 15-30, (262) pp. 9-65, (272) pp. 209-267. より筆者作成)

間は、1994年度から2006年度までである。記事件数については、商法改正によりストック・オプション制度が導入された1997年度から急増し、1998年度にピークに達したあと2000年度から2004年度にかけて30件台で推移している。これは、平成9年(1997年)商法改正のタイミングから2000年代前半にかけて、報酬制度改革に対する社会的な関心の高さを示唆していると思われる⁹⁾。

また、報酬制度改革においてこの時期とくに注目されたのが役員報酬としての退職慰労金制度であった¹⁰⁾。退職慰労金は、株主たる機関

投資家から厳しく批判された役員報酬として注目を集めた。図表3では、「退職慰労金」というキーワードで検索した記事件数も表示している。2000年代前半における記事件数の増加傾向が注目されるが、この時期においては、役員退職慰労金制度の廃止に動き出す企業が増えてきているという指摘が一般になされていた。役員退職慰労金制度に対する機関投資家からの批判としては、業績との関連性が薄い賃金後払い的な性格の金銭支給を取締役に対して行うべきではないというものや、社外取締役や社外監査役といった役員に対しても退職慰労金を支給すべきでないといったことがあげられる(菊地2003, p. 24)。

図表4は、平成16年(2004年)6月、平成17年(2005年)3-6月および平成18年(2006年)6月株主総会における役員退職慰労金制度の廃止に関する議案の件数を示したものである。役員退職慰労金制度の廃止は増加傾向¹¹⁾にあり、

9) 片木(2004)は、株主総会白書2004年版にもとづいて、この当時の株主総会において、年金信託・投資信託などの機関投資家や外国人投資家といった株主らによって会社の提出した総会決議案に反対が表明されているケースが多いこと、また現経営者の交代や増配などの提案権の行使が活発になされていることを論点として取り上げ、株主総会が本来果たすべき機能を論じている(p. 8)。

10) 菊地(2003)は、「公開会社の退職慰労金の支給基準は取締役会決議による役員退職給与規定や内規に定められており、その多くが役位別の最終報酬月額、在職年数、係数を乗じて算定するものとなっている。各要素は業績との関係性が希薄であることから、退職慰労金の支給額も業績との関係性が希薄なものになっている。」(p. 24)として、退職慰労金制度は報酬制度改革に向かう会社にとってはそもそも構造的な問題を有しているということ

を示唆する。

11) 役員退職慰労金制度の廃止について、株主総会白書2004年版では、「すでに廃止した」とした会社が159社(8.3%)、「廃止の予定」とした会社が114社(5.9%)であったとされている。株主総会白書2005年版では、前者が321社(16.6%)、後者が190社(9.8%)であったとされている(『旬刊商事法務』(1715) p. 129, (1749) p. 124)。

さらに報酬の支払い案件を懸案事項として先送りにしないという対応と報酬制度改革への積極的な姿勢を提示することにつながりうる退職慰労金制度廃止に伴う打切り支給の決議件数もあわせて増加傾向にある¹²⁾。廃止とともに具体的な報酬制度の改定を示す企業も同様に増加している。また、退職慰労金制度の廃止とともに、株式報酬型ストック・オプションの導入を打ち出している企業の件数も注目される。これについては、株式報酬型ストック・オプションが退職慰労金制度の代替的な制度として導入されているという指摘がなされている。

このように、商法改正によるストック・オプション導入が実施された背景においては、コーポレート・ガバナンスに関する積極的な議論が展開され、機関投資家や外国人投資家からは役員報酬制度に対する改革が強く求められていた。ストック・オプションは、役員報酬制度の改革を推し進める有効な手段として用いられることとなる。

(2) 金庫株解禁と新株予約権の制度導入

2000年以降においても、ストック・オプション制度の拡大を促すような改正が継続して実施された。平成12年(2000年)商法改正においては、ストック・オプションの利用において自己株式方式と新株引受権方式の両方法の併用が可能となった¹³⁾。平成13年(2001年)6月商法改

正においては、自己株式の取得と保有に関する規制が廃止され、取得の目的に関する制限がなく長期間保有が可能な自己株式という意味でのいわゆる金庫株が解禁された。続けて平成13年(2001年)11月商法改正では、商法上のストック・オプションで認められていた自己株式方式と新株引受権方式が、新株予約権方式として一本化された。新株予約権のもとでは、その行使により新株の発行と自己株式の移転のいずれも利用することが可能となり、ストック・オプション制度がより効率的に運用されることになった。

また、平成13年(2001年)改正商法では、新株予約権の発行が取締役会の決議で可能とされたが、ストック・オプションとして付与する場合、新株予約権は有利発行として扱われ、株主総会の特別決議が必要とされた。これは、新株引受権の発行の手続きが引き継がれたものであった。従来自己株式方式のストック・オプションでは特別決議が必要とされなかった分、この点については手続きが追加された形となった(山下 2013, p. 49)。しかしながら、付与対象者については、子会社の取締役や使用人などを含む広範な対象者が想定されるようになり、付与できるストック・オプションの数量制限、権利行使期間の制限などもなくなった。役員報酬制度におけるストック・オプションの自由度は各段に高まった状況にあった。

さらに、ストック・オプション制度の設計に関する自由度の高まりは、平成17年(2005年)制定会社法のもとでもみられた。平成17年(2005年)改正前商法ではストック・オプションの付与は新株予約権の有利発行とされ株主総会の特別決議が必要とされたが、会社法のもとでは、新株予約権の払込価額相当額の金銭を報酬として支給するとして、その報酬債権と払込価額とを新株予約権の行使時まで相殺するという整理で通常の有償発行などとして扱われることになった。これにより株主総会の特別決議

12) 菊地(2003)によれば、役員退職慰労金制度の廃止の方法として、「①廃止までの在職期間に内規を適用してえられる退職慰労金を打切り支給する、②退職慰労金規程を廃止し、打切り支給する相当額の退職慰労金を将来役員が退任した際に支給する、③過去の在職期間に相当する退職慰労金を支給しないという三つの方法が考えられる。」(p. 25)としている。

13) 原田(2000)によれば、これは吸収分割に際して新株引受権付与方式のストック・オプションに係る義務の引継ぎを認めることになったため、承継会社が自己株式方式のストック・オプションを付与している場合、その併用を認めない吸収分割が困難となること、また経済界からも両方式を併用する必要性についての要望があることを考慮し

ためであるとされている(pp. 12-13)。

が不要となり、役員報酬等の付与のために定款の定めまたは株主総会の普通決議が必要とされるといふ扱いとなった。

このように、2000年代前半においては、ストック・オプション制度の導入と運用について抜本的な改革が推し進められ、さまざまな規制が緩和されることでストック・オプションの制度設計は自由度の高いものとなった。また、ストック・オプション制度の自由度を高めたこれらの改正は、機関投資家や外国人投資家から寄せられる報酬制度改革の要望にも応えるものであった。

制度設計の自由度が高まったストック・オプションの利用については、ストック・オプション制度を企業の既存の報酬制度パッケージに新たに加えていくという基本的な形態に加えて、株主からの批判が提示されるような既存の報酬制度を廃止することにあわせて、ストック・オプション制度を新たに導入するという形態もみられるようになる。これは、株主からの批判に対応するような報酬制度パッケージの変更とみることができる。このようなケースで注目された事案としては、役員退職慰労金制度の廃止のタイミングで、ストック・オプション制度を導入しようとするものがあげられる。

(3) 役員報酬制度改革の潮流にみる株式報酬型ストック・オプション導入

すでに述べたように、2000年代前半から、機関投資家や外国人投資家といった株主からの役員報酬制度改革に対する要望は次第に強まりをみせた。一つの帰結としては、図表4でみたように、役員退職慰労金制度の廃止を打ち出す企業が増加したことがあげられる¹⁴⁾。そのような状況のなか、株主からの批判に対応するような

14) 株主総会白書2002年版(『旬刊商事法務』(1647) p. 71)によれば、平成13年(2001年)7月から平成14年(2002年)6月株主総会では、退任取締役の退職慰労金議案に対して反対である旨の海外機関投資家の議決権行使が358社でなされているとされている。

報酬制度パッケージの変更ともとれる事案として、役員退職慰労金制度の廃止とともにストック・オプション制度を導入するケースが注目された¹⁵⁾。ここで注目されたストック・オプションとは、新株予約権の利用をベースにした権利行使価格が1円の株式報酬型ストック・オプション¹⁶⁾であった。

雑誌『資料版商事法務』((246) pp. 59-71, (253) pp. 46-50, (255) pp. 35-40, (261) pp. 10-70)では、株主総会における株式報酬型ストック・オプションとしての新株予約権発行議案に対して事例分析が行われている。そこでは、株式報酬型ストック・オプションについては、役員退職慰労金制度の廃止に伴う新たな報酬制度であることや、退職慰労金に見合う代替的な報酬制度で現物株式を取得できる制度、さらには、従来の役員退職慰労金制度に比べて業績連動的要素が大きい制度である、といった説明がなされている。また、これらの事例分析では、平成16年(2004年)5-6月株主総会および平成17年(2005年)3・5-6月株主総会で付議された、株式報酬型ストック・オプションとしての新株予約権発行議案の件数が示されている。各年の株主総会において当該議案が付議さ

15) 菊地(2003)は、役員退職慰労金制度の問題点やそれを廃止する際の方法を論じるなかで、当該制度の代替的な報酬制度としてストック・オプション制度の可能性を指摘している。具体的には、「退職慰労金を業績連動にする場合、在職期間通期でのパフォーマンスを評価することになるが、現行の役位別の最終報酬月額を基準とした算定基準はこの目的に適合しないことは明らかである。また、比較的長期間のパフォーマンスを評価するのであれば、ストック・オプションなど他の報酬支払手段が望ましい場合が多いであろう。」(p. 28)としている。

16) 株式報酬型ストック・オプションとは、1円ストック・オプションとも呼ばれており、ほぼ行使されることが確実なオプションである。権利行使にあたって権利行使価格と株価との関係を考慮する必要がないからである。したがって、その実質は、譲渡制限が付された株式を付与するような報酬であるとみなすことができる。

ればカウントを1としており、平成16年(2004年)5-6月株主総会では11社が、平成17年(2005年)3・5-6月株主総会では45社が株式報酬型ストック・オプションの導入を行っているとしている。

とくに注目される点としては、株式報酬型ストック・オプションの制度設計において、退職慰労金制度に見合うような条件設定が行われているということがあげられる。たとえば、権利行使の条件に「退任後の一定期間」という条件が付されている事例がある。この場合、取締役は退任のあとにストック・オプションを権利行使し、株式を取得することができる。退任後に手当が得られるという仕組みが成立しており、この点では退職慰労金と同様な性格を有しているという評価が可能である。

また、新株予約権の権利行使益に係る退職所得としての取扱いを成立させるために、権利行使の条件として、「退任日の翌日から10日間」を設定したケースも注目すべき事例として取り上げられている¹⁷⁾。これは、役員退職慰労金は本来退任後に速やかに支給されるべきものであるとする見解にもとづいて行った条件設定であるとみられる。このような株式報酬型ストック・オプションの付与は、企業側の意図からも明らかなように、役員退職慰労金制度を代替するものとみることができる。

ただ、この場合、ストック・オプション本来のインセンティブ報酬としての効果が弱まるのではないかという懸念が生じる。取締役の任期や重任の可能性をふまえる必要があるが、取締役が在任中に果たした経営努力の効果が退任日

以降の10日間で株価に反映されるという構想については、比較的短期のインセンティブを与える設計となっていることに留意する必要がある¹⁸⁾。株式報酬型ストック・オプションが役員退職慰労金制度の代替であるという見方を強めていけば、それは過去の労務に対する後払いのための手段であるという見方につながる。この場合少なくとも、将来の経営努力に対する中長期的なインセンティブを付与するという見解は弱まることになる。

以上のように、2000年代前半において、役員報酬制度改革に対する要望は、とくに役員退職慰労金制度の相次ぐ廃止となって顕在化していったとみられる。また、役員退職慰労金制度の廃止とともに、導入や運用に関する制度的な状況が整ったストック・オプションの利用が注目されるようになった。とくに権利行使の実行可能性が高まる株式報酬型ストック・オプションの利用が代替的な制度として注目された。役員報酬制度改革の一幕としてみることもできるこれらの動きは、一定の固定報酬による支給を改め、株価や業績によって支給やその金額が左右される連動型報酬制度への移行を象徴するものであった。

4. おわりに—日本企業における株式報酬制度の導入や展開に関する分析視座の形成

本稿では、1990年代から2000年代前半にかけて、わが国におけるストック・オプション制度に関する法制度上の規定やその変遷について概観してきた。また、法制度の改正にあわせて、ストック・オプション制度がどのように導入されてきたのかということも扱った。

17) これは、権利行使時の課税関係を退職所得扱いとするためとされる。モデルケースとされているのは、伊藤園の事例であり、役員退職慰労金制度廃止に伴う役員退職慰労金の過去積立未精算分を新株予約権の発行で充当しようとするものであった。詳しくは国税庁2004年11月2日付照会事例「権利行使期間が退職から10日間に限定されている新株予約権の権利行使益に係る所得区分について」を参照。

18) 川村(2000)は、ストック・オプションのプランの設計に際して、「権利行使期間があまりに短いときには、経営陣の短期的利益追求につながりやすく、また、株価の一時的変動の影響を受けやすいため、インセンティブ効果の面で問題がある。」(p. 25)と指摘している。

役員報酬制度に対する改革のなかでとくに注目された事例としては、役員退職慰労金制度の廃止に伴う株式報酬型ストック・オプションの導入があげられた。これは、法制度の改正によってストック・オプション制度の利用環境が整ったタイミングで打ち出された報酬の一形態というよりも、機関投資家や外国人投資家からの批判に対応する方法として多くの企業が導入を進めたものであるという点が強調される。この事例は役員報酬制度に対する改革のなかで現れた顕著な一幕とみることができ、株主の納得が得られなくなった固定報酬を株価や業績に連動するタイプの報酬に移行していくような取組みであった。固定報酬の廃止が伴うような、株式報酬型ストック・オプションを含めた業績連動型報酬への移行は、2000年代前半に生じた報酬制度改革の一つの潮流とみることができ¹⁹⁾。

また、わが国におけるストック・オプション制度については、制度上の段階的な発展にもとづいて次の3つの区分に分類することが可能と思われる。

1つ目の区分としては、①自己株式の取得事由に「使用人への譲渡」が追加された平成6年(1994年)商法改正から、擬似ストック・オプションが導入・運用された期間をあげることができる。この見方は、擬似ストック・オプションの利用が開始された期間をわが国におけるストック・オプション制度の導入期とみなすものである。

2つ目の区分としては、②わが国のストック・オプション制度の本格的な導入となった平

成9年(1997年)商法改正から金庫株が解禁される平成13年(2001年)6月改正の前までの期間をあげることができる。これは、商法においてストック・オプション制度が開始された期間であり、ストック・オプション制度の漸進的な導入をみることができ期間である。

3つ目の区分としては、③金庫株が解禁された平成13年(2001年)6月商法改正から平成17年(2005年)会社法制定までの期間をあげることができる。この期間では、ストック・オプションの安定的な制度利用に向けた整備が行われた期間とみることができ、ストック・オプション制度の発展期とみることができ²⁰⁾。

すでにみてきたように、ストック・オプション制度は時代の流れのなかでいくつかの形態を有しており、とくに法制度の改正は、ストック・オプション制度の導入件数と発行件数に大きな影響を及ぼすことになる。ストック・オプション制度の導入の要因やその効果を分析する際には、このような制度的な区分もふまえる必要があると思われる。

次に、①から③のストック・オプションの制度的な区分でみることができ特徴について述べる。

①では、すでに述べたように、報酬制度改革に意欲的な一部の企業によって実施された疑似

19) なお、ウイリスタワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行(2017)によると、2000年代全体においては、ストック・オプションのなかでも、権利行使価格が1円ではない通常型のストック・オプションの発行件数が増加傾向にあったが、2000年代中頃から出現し発行件数の急激な増加傾向をみせたのが株式報酬型ストック・オプションであった。2010年以降になると株式報酬型ストック・オプションの発行件数は通常型のストック・オプションのそれを上回る状況になる。

20) 2020年代前半の現時点においては、ストック・オプション制度に代わって、譲渡制限付株式や株式交付信託といったストック・オプションとは異なる形式の株式報酬制度の利用に注目が集まっている。これは、2020年代前半におけるストック・オプション制度の利用が成熟期を迎えた状況にあることを示唆している。平成17年(2005年)会社法制定以後、わが国におけるストック・オプション制度の利用状況は安定的に拡大していったとみられるが、2020年代前半の現時点では、とくに業績連動型報酬の部分でストック・オプション以外の制度の利用が増加傾向にあるとされている(日本経済新聞「株で役員報酬」5割超」令和3年6月6日)。また、小西・齋藤(2020)は、譲渡制限付株式や株式交付信託といった多様な株式報酬制度の活用に着目して、その導入決定要因について分析を行っている。

ストック・オプションがあげられる。法制度上の整備を待たずに現行法の枠組みで報酬制度改革に臨んだ企業がイニシアティブをとって進めてきた事例であり、自発的に、ストック・オプション本来の目的であるインセンティブの付与を試みた事例として注目される。また①では、ベンチャー企業の利用が想定された、わが国で制度として初めて運用された新規事業法にもとづくストック・オプションもあげられる。しかしながら、これは株式の有利発行をベースにして実施するものであり、新規事業法のもとで優遇される認定企業であっても、株主総会の特別決議を要するなど手続き面での負担が指摘されていた。

②では、数次の商法改正を経て成立した平成9年（1997年）改正商法における一般的なストック・オプション制度としての自己株式方式のストック・オプションと新株引受権方式のストック・オプションが取り上げられる。これらの方式によるストック・オプションは、規制緩和のうでで成立した法制度上の枠組みのもとで実施されるものであり、①でみられた擬似ストック・オプションとは性質が異なるものである。法制度の規定内容と企業自身の状況にもとづいて、自己株式方式か新株引受権方式かの選択がなされたうえで利用されるストック・オプション制度である。手続きコストの負担に応じて、企業は法制度上の選択を実施する側面があり、これらストック・オプション制度の導入を分析する際は、法制度上の手続きコストの扱いにも留意する必要がある。また、平成9年（1997年）改正商法のストック・オプション制度では、自己株式方式の利用については公開会社が想定され、新株引受権方式の利用についてはベンチャー企業などの中小規模の企業が想定されて制度設計がなされている面があった。そのような制度設計のあり方が適切であったかどうか分析対象となりえる。

③では、金庫株解禁により、自己株式方式に対する規制が大幅に緩和されたことが注目される。これまで自己株式の取得を原則禁止とし、

例外的に取得事由に当てはまるもののみを許容してきた体制から一変した。この改正により自己株式を移転するストック・オプション制度の利用は大幅に拡大されたとみることができる。また、金庫株の解禁直後に、自己株式方式と新株引受権方式を一本化するような新株予約権制度の導入という事象もストック・オプション制度の導入を分析するにあたっては注目すべきイベントであるとみることができる。自己株式方式と新株引受権方式の区別がなされず、権利行使のタイミングまでに新株を発行するのか自己株式を移転するのかを決定すればよいという状況は、これまでのストック・オプションの制度設計にみる方法の硬直性を改善するものである。③では、②にみるストック・オプションの実施方法の制限が大きく改善された点が注目される。さらに、新株予約権方式のストック・オプションにおいては、付与対象者の範囲拡大や、株主総会の特別決議が不要となる（平成17年（2005年）制定会社法以降）といった大幅な緩和がみられた。

加えて③では、機関投資家や外国人投資家による固定的な報酬制度に対する批判への対応がみられるようになったという点も強調される。すでに述べたように、報酬制度改革の一つの形態としては、役員退職慰労金制度の廃止にあわせて、株式報酬型ストック・オプションを導入するという事例があった。ここではとくに株式報酬型ストック・オプションの導入が役員退職慰労金制度の代替であるという見方が関心を集めた。ストック・オプション制度といっても、その役割は、設定条件の内容によってさまざまであり、将来の経営努力に対するインセンティブの付与を念頭に置いていないものも想定される。

2020年代前半の現状においても、企業が採用する役員報酬制度パッケージの構成は、さまざまに変化しているとみられる。そのような状況のもとで、任意の株式報酬制度の導入の要因や効果を分析する場合、その前提となる制度の状況や規定の変遷、さらには他の報酬制度の代替

可否かなどの実践的な運用面をふまえておく必要があるように思われる。ストック・オプションを制度上の段階的な発展にもとづいて①から③の3つに区分する見方、ならびにそれらの区分のなかで注目すべき事例を検討して分析の基礎的な前提を整理することは、現代の複雑な役員報酬制度パッケージの分析を進めるうえで有益である。

参考文献

- 荒尾泰則. 1999. 「新規事業法上のストック・オプション、疑似ストック・オプションと商法上のストック・オプションの異同比較」 商事法務研究会編『ストック・オプションの実務』 商事法務研究会：266-298.
- 太田昭と監査法人公開業務部編. 1997. 『ストック・オプション 導入と運用の実務』 中央経済社.
- 乙政正太. 2002. 「経営者報酬パッケージの構成要素とデザイン」『阪南論集 社会科学編』 37(3)：13-31.
- 片木晴彦. 2004. 「「議決権の覚醒」と株主総会—二〇〇四年版株主総会白書を読んで—」『旬刊商事法務』 (1718)：48.
- 桃田龍三. 2001. 『自己株式会計論』 白桃書房.
- 川島いづみ. 1999. 「ストック・オプションの意義と商法改正の経緯」 商事法務研究会編『ストック・オプションの実務』 商事法務研究会：19-27.
- 川村正幸. 2000. 「Ⅲ ストック・オプション制度および株式消却制度の意義と評価」『旬刊商事法務』 (1569)：22-29.
- 菊地伸. 2003. 「役員退職慰労金制度の廃止の実務と留意点」『旬刊商事法務』 (1679)：24-29.
- 小西 大・齋藤涼椰. 2020. 「業績連動報酬とガバナンス」 三隅隆司・茶野努・安田行宏編『日本企業のコーポレート・ガバナンス—エージェンシー問題の克服と企業価値向上』 中央経済社：35-51.
- 柴 健次. 1999. 『自己株式とストック・オプションの会計』 新世社.
- 大和証券株式会社法務部・事業開発部編. 1998. 『一問一答ストック・オプションの実務—付：利益消却特例法』 別冊商事法務 (204).
- 中央クーパース・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社編. 1999. 『ストックオプション実務ハンドブック』 中央経済社.
- 内藤良祐. 1999. 「ストック・オプション制度の導入とその背景および問題点」 商事法務研究会編『ストック・

- オプションの実務』 商事法務研究会：1-18.
- 野口晃弘. 1999. 『条件付持分証券の会計』 新世社.
- 原田晃治. 2000. 「会社分割法制の創設について〔下〕—平成一二年改正商法の解説—」『旬刊商事法務』 (1566)：4-14.
- 法務省民事局参事官室. 1993. 『自己株式の取得及び保有規制に関する問題点』.
- 山下克之. 2013. 『ストック・オプション会計』 白桃書房.
- 吉戒修一・小野瀬厚. 1993. 『自己株式取得規制に関する各界意見の分析—次期商法改正の論点—』 商事法務研究会, 別冊商事法務 (152).
- 吉川 満・竹口圭輔. 2003. 「一制度調査部情報—急増する権利行使可能なストック・オプション」 大和総研, (<https://www.dir.co.jp/release/daiwa0312.pdf>).

資料

- ウイリスタワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行. 2017. 「株主報酬の導入状況」, (https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr_consulting/pdf/governancecode_ja_201708.pdf).
- 国税庁「権利行使期間が退職から10日間に限定されている新株予約権の権利行使益に係る所得区分について」 2004年11月2日付照会事例.
- 日本経済新聞「根付き始めたストックオプション 上」 平成12年6月22日.
- 日本経済新聞「株で役員報酬」5割超」 令和3年6月6日.
- 「株主総会白書」『旬刊商事法務』 (1647), (1715) および (1749), 2002年11月, 2004年11月および2005年11月.
- 「スクランブル：ワラントを使ったインセンティブ付与」『旬刊商事法務』 (1416)：51, 1996年3月.
- 『資料版商事法務』 (246)：6-58, (253)：34-45, (255)：15-30, (262)：9-65および (272)：209-267 (2004年9月, 2005年4月, 2005年6月, 2006年1月および2006年11月).
- 『資料版商事法務』 (246)：59-71, (253)：46-50, (255)：35-40および (261)：10-70 (2004年9月, 2005年4月, 2005年6月および2005年12月).

(付記)

本研究は、JSPS 科研費19K02022の助成による研究成果である。