

ストック・オプションと企業パフォーマンス —オプション価格評価額に基づく実証分析—

2009年1月

花崎 正晴 (日本政策投資銀行設備投資研究所)

松下佳菜子 (日本政策投資銀行設備投資研究所)

要 旨

企業経営者や従業員等に対するインセンティブ・スキームとしては、ストック・オプション、業績連動型報酬制度、経営者による自社株所有などがある。このうちストック・オプションは、アメリカでは1960年代以降広く利用されてきているが、日本で制度として認められたのは1997年5月である。それからおよそ10年が経ち、制度の整備や改革が進んだこともあり、日本でもストック・オプションを導入する企業はかなりの数に達している。この論文では、どのような企業がストック・オプションを導入しているのか、またストック・オプションが実際に収益性やリスク度合いといった企業パフォーマンスにどのような効果を発揮しているのか、ストック・オプションと業績連動型報酬制度および経営者による自社株所有とではどちらが有効かなどの諸点を、それぞれ定量的に分析する。

本稿では、ストック・オプションの理論的整理や日本での制度の紹介に加え、企業レベル・データを用いた各種の実証分析を実施する。とりわけ、ストック・オプションを導入している企業としていない企業との比較に加え、個別企業のオプション価格評価額を、ブラック・ショールズ・モデルおよび二項モデルを用いて算定し、オプション価格評価額自体が企業行動あるいは企業パフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのかを分析する。

現時点での主要な結論は、次の通りである。

- 1) スtock・オプションがどのような企業で導入されているのかを分析すると、海外法人等持株比率が高い企業ほど、またレバレッジ比率の低い企業ほど、それぞれストック・オプションを導入する傾向にあるとの結果が得られた。
- 2) ROA、ROEで企業の収益性を測ると、ストック・オプションの導入企業が非導入企業に比べて収益性が高いというロバストな結果は得られなかった。
- 3) スtock・オプションを役員のみで付与したケースと役員、従業員の両方へ付与したケース、また社内役員のみで付与したケースと社内、社外両方に付与したケースを、それぞれ比較すると、従業員や社外役員への付与が収益性に及ぼす効果は観察されなかった。
- 4) スtock・オプションの導入によって、企業のリスク・テイキング行動が助長されているという証拠はみられなかった。
- 5) スtock・オプション導入の効果と業績連動型報酬制度および役員による自社株保有の効果と比較すると、業績連動型報酬制度は企業の収益性向上に寄与していないが、役員による自社株保有は、収益性に対して総じて有意にプラスの効果が観察された。ただし、その効果は、東証1部上場企業では明確であるが、2部上場企業、そしてマザーズ上場企業へと移るにしたがい、減衰していくという結果が得られた。

以 上