

(インタビュー) スタートアップの皆様へ ストック・オプションを始める前に

株式会社ブルータス・コンサルティング
専務取締役
岡田 広 氏

— 政府の「スタートアップ育成5か年計画」でも「ストック・オプションの環境整備」が謳われています。

IPOしたスタートアップのうち、9割以上がストック・オプションを活用したといわれていますが、一方で難解な点や課題も多いとの話も耳にします。具体的にはまずどのような点を検討するべきでしょうか。

今日は、スタートアップの皆様に向けて「ストック・オプション設計の本質」について、株式会社ブルータス・コンサルティングの専務取締役、岡田 広 様からお話をお伺いします。

まず大前提として世の中では「ストック・オプションは難しく詳しくはわからないが、宝くじ的な、上場したら儲かる話」とか「実は世間でいうほど儲かってはいない」といった表面的な理解がなされていますが、ストック・オプションの第一歩かつ本質は「エクイティ・ストーリー」と呼ばれる会社の未来予想図を描くことにある、という点です。

つまりこの会社は何をやりたいと考えているのか。その結果、会社の規模をどのくらいまで成長させる目標なのか、企業価値10億円を目指すのか、それとも100億円、あるいは1,000億円を目指すのか、という点です。

そもそもストック・オプションは企業価値が上昇した部分の「おすそ分け」ですが、そのイメージがないと、もらった方にとっては単なる「宝くじ」になってしまうかもしれません。

もうひとつ重要な大原則は「ストック・オプションは希薄化する」という事実を理解することです。会社にとって必要な3つの資源は「ヒト・モノ・カネ」ですが、その中の「ヒト」に対して、「株主である自分が持っている株の価値が将来当初の想定よりも低下する(希薄化する)」ことを理解してもらった上で、株主の「カネ」によって報いようというものです。

はじめに、ストック・オプションの具体的な経済効果を説明します。

例えば、1株1万円、発行済株式数100株で会社を設立し、私の持ち株比率は100%だとします。そして、事業が成功し、将来の時価総額が10億円となったと仮定します。

その過程で、

ストック・オプションを発行しない場合、

ストック・オプションを発行した場合で、比較します。

ストック・オプションを発行しない場合は、10億円の株式価値の財産は私一人に帰属します。1株の価値は100万円(10億円÷100株=100万円/1株)です。

一方、「ヒト」を迎え入れるために社員を新規採用してストック・オプションを無償で10株付与したとしましょう。潜在株が顕在株になるときは、会社全体で110株(100株+10株)になります。1株の値段は、潜在株が権利行使され顕在化することを前提とするので100万円から9.09億円(10億円÷110株)に減少します。

事業が順調に推移して、企業価値が10億円になった場合に、①のストック・オプションを発行しない場合には私の財産は10億円であったものが、②のストック・オプションを発行することで、私の財産は909万円、ストック・オプションの対象者となった新規採用した社員には91万円が帰属することになります(概算)。私に帰属する財産から91万円が減少するわけで、これが『希薄化』です。

希薄化は無限に許容できるものではありませんので、ストック・オプションの発行には上限があることを念頭に置く必要があります。一般的には、上場時の潜在株比率は10~15%が上限といわれています。

— 安易にストック・オプションを付与すると、後で資本構成に大きな影響を与えることになりかねないということですね。

そのとおりです。はじめにストック・オプションの上限を15%に設定して、会社が10億円の企業価値で上場したとしましょう。ストック・オプションがすべて実行された場合、ストック・オプションを付与された全社員に帰属する財産の総額は約1.5億円になりますね。これを何人に配分すると考えましょうか？仮に10人に配るとしたら、一人あたりは約1500万円です。

また、将来の企業価値を100億円、ストック・オプションの上限を10%と想定すれば、ストック・オプション実行後に社員に帰属する財産の総額は約10億円になります。これを100人に配分すれば、一人あたりは約100万円です。

従って企業価値200億、500億円といった規模の将来の絵が描けない場合に、付与対象者の人数を安易に増やしてしまうと、ストック・オプションの一人あたりの経済効果は減衰してしまいます。

例えば社員のトップ3は一人1億円、ネクスト10は一人300万円とかであれば、経営幹部の社員は、上場を目指して5年程度必死に頑張っ、30~100万円の経済効果を目指して「頑張りましょう」というモチベーションを喚起できます。

ところが、現実の日本の上場市場、例えば旧マザーズ上場会社の現在の時価総額は100億円未満が多いわけですから、この時価総額の会社規模では、ストック・オプションに大きな期待はできません。多くの人にばらまけばばらまくほど、その経済効果は少なくなってしまうからです。

例えば有能なシステムエンジニアが、将来、うまくいけば大きな資産価値になるかもしれないけれど、場合によって(IPOやM&AのEXITでの換金ができなければ)無価値になってしまう可能性も大いにあるストック・オプションに、いったいどれだけ魅力を感じてもらえるでしょうか。当然ですが、将来は不確実なものですから、さきざき1円にもならないかもしれないストック・オプションよりは、確実な現金報酬を求めることがあることは避けられない事実かと思えます。

そこで、ストック・オプションが有効に機能するかどうかは、経営者が描くビジョン＝「エクイティ・ストーリー」、その内容の信頼性次第と考えます。

— 企業価値の議論とストック・オプションの議論は密接に結びついているということですね。

そのとおりです。企業価値を上げる議論をしないかぎり、ストック・オプションは機能しません。ストック・オプションは株式のインセンティブである以上、それが絶対の考え方だと思っています。

経営者が例えば企業価値 1,000 億円を目指すという明確な目標を掲げ、いかに将来の絵を描き、ビジョンを明確に提示して説明できるかが、ストック・オプションを成功に導く条件です。

そして、企業価値の前提は、中期経営計画です。中期経営計画の[上振れを目指して常に繰り返し練ること、策定すること]が重要です。

事業の社会的意義が高ければ「企業価値 300 億円は可能」といった絵が描ける可能性があり、その企業価値の前提となる事業計画・中期経営計画を、ともに検討して作りこみ、関与していく、その楽しさがあれば「ヒト」を惹きつけることができます。現在の事業計画がロールオーバーされる中で、事業計画の数字も上昇していき、企業価値も高まっていくことにつながります。

従って、ストック・オプションを成功させるためには、事業計画を右肩上がりにする必要があります。そして、ストック・オプションは、その絵と一緒に描く人財を育てるツールであるともいえると思っています。

私の尊敬する経営者の株式会社ナレッジワークの代表取締役、麻野耕司氏は、従業員が会社を選ぶ理由は 4 つの P で、企業にはその 4 つの P が揃うことが重要だと仰っています。

1. **Philosophy** 理念：社会的な意義
大義があれば、人は採用できる。
2. **People** 人
この社長・経営陣と一緒に働きたい、という気持ち。
3. **Profession** 専門性：仕事の内容
当社で専門性が勉強できるという期待。
4. **Privilege** 名誉・待遇
ストック・オプションもこの一つ。

ストック・オプションだけで人を採用すると、他社のストック・オプションを求めて退職するでしょう。ストック・オプションも含めて 4 つの P があれば、人はやめない可能性につながります。

例えば、資本政策表を策定することで、将来の株価を●円～●円といったレンジで計算できます。

・現在の株価＝権利行使価格＝■円とすると、

・Aさんに付与したストック・オプション 10 株の経済効果は、(●円－■円)×10 株となり、その経済効果を現実のものとするために一緒に時価総額 300 億円を目指そう、目指すためには何が必要かと議論できるようになります。

ストック・オプションの目線が伝われば、幹部候補生を育てる、例えば経営者の方向性に対し、いまのままでは 1,000 億円目指せないですね、とか、1,000 億円目指すには〇〇が足りないのではといった議論が巻き起こる可能性があります。

ストック・オプションの経済的な果実は、守りの人財や、攻めの人財など、上場までに必要な管理の能力と、更に時価総額を伸ばす成長への貢献とに基づいて、個々の社員ごとに検討すべきです。「この人に期待する貢献度を想定して、どの規模の財産形成をさせてあげたいか」、を考えると整理がつきやすくなると思います。

まず未来予想図があり、次に時価総額があり、そしてそこから想定されるストック・オプション全体のキャピタルゲインの中からいくらかをその対象者に貢献として与えるべきか、を考えることが経営者の役割といえます。

IPO までの〇年間に、●●の貢献を期待するから、成功した際には◆円の財産を形成させてあげたいといった考え方が必要です。

— 初期からのメンバーには、リスクに応じたリターンが必要ではありませんか。

初期メンバーへの適正なリターンは当然です。ただ当初から働いていたからというだけではなく、企業価値向上への貢献度を長い時間軸で平等に検討することが重要です。例えば、信託型ストック・オプション^(注1)はそのような設計思想に基づいています。

— 「にわとりと卵」の話になりますが、設立当初は資金繰りが厳しいスタートアップでは、ストック・オプション以外に「ヒト」に報いることは難しいのではないのでしょうか

ストック・オプション以前に、課題解決とビジョンがあつてこそだと考えます。

例えば、Sansan 株式会社は、上場直前までストック・オプションを付与しませんでした。自社の将来性を高く評価しているからです。

例えば、時価総額 1,000 億円規模の時点でストック・オプションを 10%出して、時価総額が 1 兆円になれば、ストック・オプションを付与された社員に帰属するキャピタルゲインは約 900 億円になりますので、将来性をより高く期待できれば、ストック・オプションによる経済効果はしっかりと得られますので、その発行を急ぐ必要がないことになります。

資本政策の大前提は、議決権コントロールですが、その側面にリスク等に対する富の公平な分配の要素があります。

資本政策は後戻りできないので、社会的な意義など、4 つの P 次第では、「当初は手弁当でも、将来性があれば、ストック・オプションは後から付与することで機能する」と創業者にも伝われば、コンサルタント等も安心してサポートできるのではないのでしょうか。

— 最後にストック・オプションの税制面については、いかがでしょうか

インセンティブ＝報酬と考える向きがあるため誤解がある可能性があります、インセンティブ制度には従前より投資制度の持株会もあり、決してインセンティブ＝報酬ではありません。

注1 従来型のストック・オプションは、会社から役員・従業員に対して直接新株予約権を発行する方式で付与されるが、「信託型ストック・オプション」は経営者等の贈与で設定された信託に受託者として新株予約権を割り当て、企業価値向上のインセンティブとして貢献度に応じた後決めの付与を可能とするもので、その導入事例は 2022 年 12 月末現在で約 500 社弱となっている。

そして、従来現金で渡していた報酬を株式に代えるということ＝報酬制度の一部を株式報酬とするという考え方には、その株式の価値がゼロにはならない前提で RS^(注2) が有効です。しかしながら、上場後でも、株価が整数倍上昇する余地があり、そのようなエクイティ・ストーリーがあるのであれば、給与所得課税の対象となる RS よりも、譲渡所得課税の対象となり、インセンティブ設計となる報酬制度の税制適格ストック・オプション、投資制度の有償ストック・オプション、贈与の信託型ストック・オプションの方が対象者の税務上は効果的となる可能性があります。

企業の将来性、目指すべき方向性に合わせたインセンティブ設計が重要であると考えます。

— 「起業はまず社会的課題の解決ありき」とする、私ども VEC の提言とも、まさに軌を一にするお話を伺えました。本日は、まことにありがとうございました。

以 上

協力：株式会社プルータス・コンサルティング 専務取締役 岡田 広 氏

(プロフィール)

慶應義塾大学経済学部卒業。三菱 UFJ 銀行（旧東京銀行）、同行ニューヨーク支店、JP モルガン・チェース銀行（旧チェース・マンハッタン銀行）、ゴールドマン・サックス証券等を経て機関投資家、事業法人などの為替・デリバティブセールス業務に従事し、現在は新株予約権、転換社債、種類株、信託型ストック・オプション、譲渡予約権等の各種有価証券・手法の活用による戦略的な資本政策を提案している。

注2 譲渡制限付株式（Restricted Stock）：一定期間の譲渡（売却）が制限された株式のこと