



## グロース株のリスクを高める株式報酬制度



2021年5月14日



フランク・カルーソ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国成長株式運用 最高投資責任者

ヴィンセント・デュボン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国成長株式運用 リサーチ・ディレクター

米国のテクノロジー企業の多くは従業員のパフォーマンスと株主の利益を合致させるため、株式報酬制度を活用している。しかし、株式ベースの報酬は会計上のゆがみを生み出し、それに気づかぬ投資家にリスクをもたらす。特に、グロース株のバリュエーションに厳しい目が向けられている現状ではそのリスクは高まっている。

米国の上場テクノロジー企業のエンジニアや営業担当者は、賃金のかなりの部分を株式ベースの報酬制度で受け取っている(次ページの図表1)。企業の取締役会や経営陣は一般的に、それは従業員のパフォーマンスと株主の利益を連動させるという観点で好ましい方法だと考えている。テクノロジー企業が株式ベースの

報酬を通じて人材獲得競争を行っていると伝えられていることから判断すれば、従業員もそれを歓迎しているように見える。

### 現金でなければいいということなのか？

テクノロジー企業も、株式報酬制度を導入すれば業績をよく見せることができるため積極的に活用している。投資家は通常、株式報酬制度は現金の支払いを伴わないという理由で、フリーキャッシュフローを算出する際に株式報酬制度による費用を除外している。企業は正式な決算発表に併せて、株式報酬制度による費用を除外したいいわゆる試算ベースの業績や見通しを公表している。結局のところ、経営陣は投資家から喜ばれる措置を講じる傾向がある。

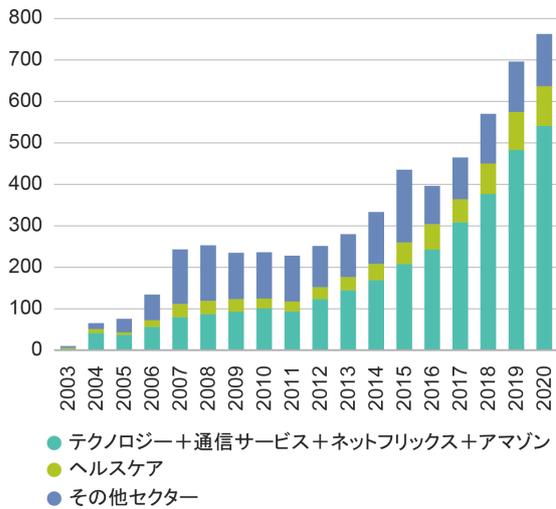
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

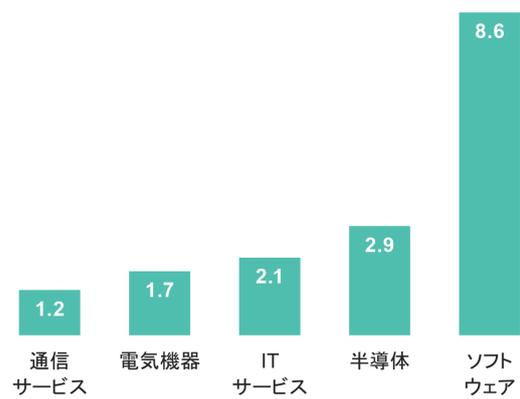
当資料は、2021年4月23日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 米国のテクノロジー企業は株式報酬制度への依存度が高い

ラッセル1000グロス指数構成企業の株式ベースの報酬額  
(億米ドル)



売上高に対する株式ベースの報酬額の比率



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2020年12月31日現在。出所：ファクトセット、FTSEラッセル、AB

会計基準は、株式報酬制度を費用計上することを義務付けている。なぜなら、株式報酬制度を導入すれば発行済み株式数が永続的に増えることになり、将来の1株当たりの利益が希薄化されるからである。株式の希薄化は、それが投資家に与える直接的な影響は、キャッシュフロー計算書にただちに反映されるわけではなく発行済み株式数を通じてであり、現在ではなく将来的に生じるという意味では現金の流出を伴わない。しかし、将来の1株当たり配当が永続的に引き下げられるのであれば、株式報酬制度が現金を伴うものであるがなかろうが、経済的に重要な意味を持つ。

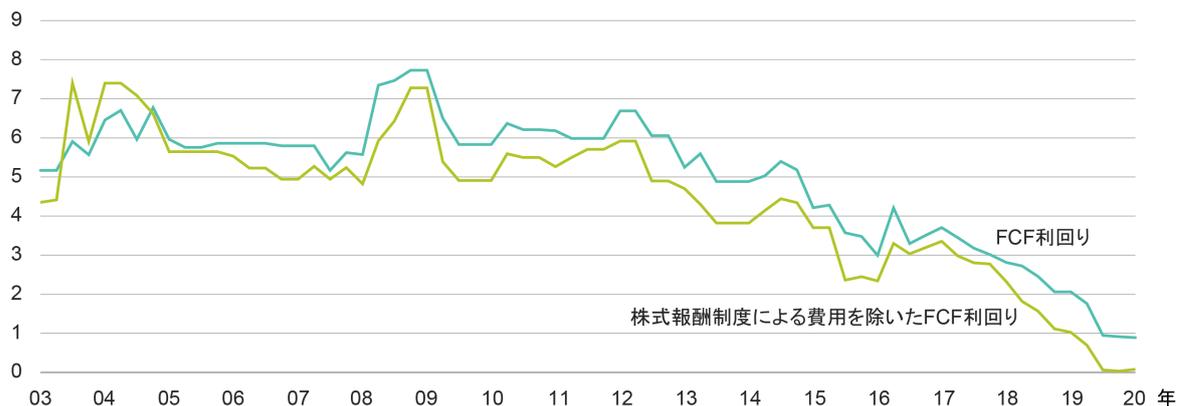
### なぜ株式ベースの報酬を好むのか？

正式な会計基準に基づく利益と試算ベースの利益の間には、かい離が生じることが多い。実際、米国のテクノロジー企業の多くは、所定の会計基準に従えば利益を出していない。その結果、膨らんだフリーキャッシュフローに照らしてもすでに割高な水準にある株価は、正式な利益を基準にすれば非常に割高な水準となる(図表2)。

投資家は積然としないはずだ。なぜならこれは、自分たちが経済的な真実を無視しているのか、あるいは会

【図表2】 株式報酬制度による費用を除外すると、多くの企業は利益を計上していない

ラッセル1000グロス指数に含まれるソフトウェア企業とインターネット企業  
フリーキャッシュフロー(FCF)利回りの中央値(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2020年12月31日まで。出所：ファクトセット、FTSEラッセル、AB

計のプロが利益の算出方法を知らないのか、のどちらかであるからだ。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、会計のプロはこの問題を正しく理解していると考える。投資家や経営陣、従業員は、株式を過大評価することで、おそらく自分たちが思っている以上に大きなリスクを負っている可能性がある。

### いい時代は終わりつつあるのか？

最近までは市場が活況を呈していたため、こうしたリスクの一部にも容易に目をつぶることができた。2020年末までの10年間に、テクノロジー企業の比重が高いナスダック総合指数は5倍に値上がりした。だが、ここ数カ月はテクノロジー株の上昇ペースが鈍化し、高騰していたグロース株の一部は急激に下落している。

仕事に注力している従業員にとって、株式報酬制度を受け入れる際にそれがもたらす大きな金銭的な影響を精査することは困難である。実際、ここ数年は企業利益の拡大よりも、リスク許容度の高まりや金利低下が株価を押し上げる原動力となってきた。米国の10年国債利回りは2011年の初めは3%を上回っていたが、2020年末までにわずか1%に低下した。しかし2021年初めには、米国国債利回りが急上昇に転じ、金利上昇が株価収益率にとりわけ大きな逆風となりかねない一部のグロース株のリスクを高めている。

こうしたトレンドは、投資家が保有株式に求める超過リターンであるリスク・プレミアムにも影響を及ぼす見通しで、一時は10%という極めて高い水準に達していたプレミアムは足元で5%前後に低下している。

世界金融危機以降の企業業績の回復も重なり、バリュエーションに対するこれらの追い風は、特にグロース企業の株価を大きく押し上げてきた。企業の従業員や経

営陣にしてみれば、そうした株価上昇を自分たちの努力の結果であると考えるのは当然のことかもしれない。

### テクノロジー企業の従業員、そして投資家が報いを受ける日

だが、それは間違っている。株価がいつまでもここ数年の上昇ペースを維持することは難しく、どこかの時点では調整に向かうだろう。そうなれば、報酬のかなりの部分を株式報酬制度に依存してきた従業員の多くは、自分たちの収入が思っていたよりはるかに少ないことに気づくことになる。

そうなれば、意欲を失った従業員は株式ではなく現金での報酬受け取りを要求するだろう。その結果、従業員に支払う報酬のコストが誰の目にも明らかになるため、企業をよく見せるスキルに最も長けたアナリストでもそれを無視することはできなくなる。そして会計士らは、それは自分たちが以前から警告してきたことだと主張するだろう。

それは投資家にどんな教訓をもたらすのだろうか？株式報酬制度は、試算方式を通じて利益を調整すれば、投資家を欺きかねないことを示す重要な事例である。これは、総資産利益率(ROA)や投下資本利益率(ROIC)といった収益性を示す指標のほうが、キャッシュフローや株式リターンの持続可能性を判断する上ではるかに優れているとABが考える理由を裏付けている。市場環境が急速に変化する中で、不安定な報酬構造が本来の堅実なビジネスが生み出すリターンの潜在力を損なうことのないよう、テクノロジー企業に投資する投資家は従業員の経費について掘り下げて検討する必要がある。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。