

IPO 前企業から IPO 後企業への移行

重要なポイント

- ・ 本調査で対象となる IPO 企業は、IPO 前に従業員に対して中央値で 10%~15%の株式を付与しています。
- ・ ストックオプションは最も採用されている株式報酬制度です。
- ・ テクノロジー企業は一般的な産業における IPO 前企業よりも 50%から 80%多く株式報酬を利用しています。
- ・ IPO 前の付与は通常、採用時あるいは断続的に行われます（IPO 後の企業は調査した限り毎年付与されるわけではありません）。
- ・ 約 25%の株式が報酬上位 5 名の経営陣に与えられ、CEO がその割当の半分を受け取っています。
- ・ IPO 時に CEO が受け取る利得は中央値で 1,000 万~1,500 万ドルです。しかしこれは大幅に変動する可能性があります。
- ・ 一般的な産業の企業では IPO 前企業における業績要件は比較的に用いられている一方で、テクノロジー企業の IPO では用いられていません。
- ・ IPO 前企業における株式報酬実務は IPO 後企業と大きく異なっています。特に、用いられる株式の種類や付与の頻度に関して非常に異なっています。

はじめに

2013 年は前年比で 80%増となる 222 件の IPO が行われており⁽¹⁾、ここ数年間で IPO 市場が加熱していることを考慮すると、IPO 前の株式報酬実務と IPO 後の企業への影響を観察することに意義があると考えています。本稿は、はじめに近年のテクノロジー産業および

一般的な産業における IPO を分析し、IPO 後企業の将来を検討する際に考慮すべき 10 点の重要な計画リストを提示します。

⁽¹⁾ 出所：Renaissance Capital IPO Center

本稿の調査対象企業

本調査は IPO 時に提出される目論見書から情報を収集しています。したがって、ここで取り扱う IPO 前企業は IPO を成功裏に実施することができた企業を意味しています。これに加えて、本調査は創業者 CEO 以外を対象としています。これは創業者がしばしばユニークな側面があり、調査結果を歪める可能性があるためです。

合計 40 社の IPO 前企業を調査しました。2012 年から 2013 年に IPO を実施した一般的な産業の企業は IPO 時の時価総額が大きい傾向があるため、本調査ではテクノロジー産業の IPO 企業については 2007 年から 2012 年の期間から IPO 時の市場評価が同様の企業を選択しています。

	テクノロジー企業	一般的な産業の企業
全サンプル	22	18
IPO 時の売上高規模	2.34 億ドル	12.16 億ドル
IPO 時の時価総額	10.29 億ドル	13.58 億ドル
IPO の実施期間	2007 年-2012 年	2012 年-2013 年

以下の表はテクノロジー産業および一般的な産業の IPO に関する発見事項を示しています。すなわち、a) 株式の希薄化あるいは過剰株式数 b) 株式報酬制度の採用 c) IPO 価格時点の経営者の利得についてです。

株式報酬実務に関する主要な発見事項		
IPO 前企業の要素 (特別の定めがない限り、中央値)	テクノロジー産業 IPO	一般的産業 IPO
総計の希薄化/オーバーハング		
IPO 前の希薄化率 (対 CSOs) ⁽¹⁾	12.5%	9.6%
P25 から P75 の範囲 ⁽²⁾	9% - 18%	5% - 13%
IPO 時の Reserve Requested	5.2%	7.5%
IPO 後のオーバーハング (対 CSOs) ⁽³⁾	19.3%	13.1%
P25 から P75 の範囲	14% - 23%	11% - 22%
株式報酬制度の採用と割合		
ストックオプションの採用率	86%	82%
全価型の株式報酬の採用率	50%	41%
NEO に対する SO と全価型の割合	79% - 21%	77% - 23%
IPO 時点の IPO 以前の株式報酬付与の利得		
IPO 価格の CEO の利得 ⁽⁴⁾	\$14,824	\$11,184
P25 から P75 の範囲	\$6M - \$25M	\$5M - \$21M
CEO の利得割合 (対時価総額)	1.4%	0.9%
その他 NEO 合算の IPO 価格の利得 ⁽⁴⁾	\$15,728	\$11,799
P25 から P75 の範囲	\$10M - \$34M	\$5M - \$21M
その他 NEO 合算の利得割合 (対時価総額)	1.8%	1.0%

- (1). 希薄化率は IPO の期間に付与された株式から将来の付与に利用可能な株式を控除したものを示しています。CSO は発行済普通株式総数を意味しています。
- (2). P25 は 25 パーセンタイルランクあるいは第 1 四分位、P75 は 75 パーセンタイルランクあるいは第 4 四分位を指しています。
- (3). IPO 後のオーバーハングには付与済み株式と IPO 前および IPO 後に将来付与のために準備された株式双方が含まれています。
- (4). ストックオプション行使時の利得あるいは IPO 時点の譲渡制限株式からの利得を示しています。

その他の制度に関する発見事項

- ・ **業績による権利移転条件**
 - IPO 前の株式報酬の一部に業績による権利移転条件を用いている企業は、一般的な産業サンプルの 50%で、テクノロジー産業サンプルの 22%となっており、一般的な産業においてより一般的です。
 - EBITDA が業績測定指標としてもっとも一般的でした。

- ・ **IPO を評価するための“お祝い・お礼”の付与**
 - テクノロジー企業 23 社のうち 6 社 (26%) が IPO 時またはその頃に IPO を特別に祝するための賞与として発行済株式総数の中央値で 1%にあたる額の賞与を付与しています。
 - 当該賞与の 3 分の 2 は幅広い対象に付与されています。
 - 一般的な産業の企業の 10 社 (56%) が中央値で 0.4%にあたる額の IPO を祝する賞与を付与しています。
 - CEO や選ばれた経営陣に付与した企業が 70%、幅広い対象に付与した企業が 30%となっています。
 - 一般的な産業において IPO を特別に祝する経営陣の賞与がより多く採用されているのは、テクノロジー産業と比較して経営陣の IPO 前の株式所有が低いことに起因するかもしれません。

- ・ **エバーグリーン株式プラン**
 - “エバーグリーン”株式プランは毎年、発行済株式総数の一定割合を補充するプールを有しています。
 - IPO 前企業 40 社のうちほとんどすべてが、新しい株式報酬プランまたは IPO 前に制定した株式報酬プランを用いています。
 - テクノロジー企業のほぼ半分がエバーグリーン条項を盛り込んでいます。
 - 一般的な産業は 18%だけでエバーグリーン条項がありました。

IPO 前企業と IPO 後の成熟企業における株式報酬の比較

要素	IPO 前企業	IPO 後の成熟企業
付与の頻度	主に採用時点（前払い）	年次あるいは一定のサイクル
株式の種類	主にストックオプション	企業規模や産業の違いに応じて、ストックオプション、譲渡制限株式、パフォーマンスシェアの組み合わせ
株式付与の決定方法	発行済株式総数に対する割合	付与時点の公正価値（あるいは現在価値）
株式付与の業績条件	多くの IPO 前企業がストックオプションの権利移転に業績条件を用いています	パフォーマンスシェアは権利移転に業績条件を設定する際に用いる主要な手段です（ストックオプションと譲渡制限株式は時間ベースの権利移転が行われています）

IPO 後の報酬計画：考慮すべき 10 点

様々な投資期間の長さを持つ株主、その他のステークホルダー、SEC の報告要件など、株式公開企業への移行に伴う様々な経営上の変化があります。以下は、報酬とガバナンスの分野における計画を立案する上で、考慮すべきポイントの上位 10 項目になります。

1. 経営者の保有株式数は十分に大きく、かつ、IPO 後にも十分に“不変”ですか。

投資家やウォール街の金融機関は、IPO における信頼の証として上級の経営陣、特に CEO による十分な株式保有を好んでいます。これによって、経営陣と株主間の利害関係が強化され、IPO 後のリテンションも提供されます。したがって、会社が株式を公開する際には、保有株式数および権利移転未確定部分の規模を評価することが重要になります。

2. 将来の株式付与に関する戦略はどのようにすべきですか。

多くの IPO 前企業で間接的な株式付与が行われています（採用時点、あるいは、昇進のような特別なイベントと結びついた時のどちらか）。しかし、株式公開企業のほとんどが年次で付与を行っています。なぜなら、これは期間にわたるドルのコストを平均化し、リテンションを強化するための権利移転の安定を提供するためです。

ほとんどの企業が IPO の直後に年次付与方式に切り替えます。しかし、その代わりに前払いでの付与を主張しうる特定の状況があります。1 つの状況として、IPO 時点で経

営陣が株式を十分に保有していない場合です。この場合、取締役会が IPO 後の最初の付与について、今後数年間をカバーするために前倒すべきだと決定するかもしれません。

どのような新しい株式報酬戦略であれ、より広範な報酬に関する哲学に適合しなければならず、これは新たな検討事項になります。報酬哲学には、一般的に、市場のポジションの目標、望ましい報酬ミックス、将来の報酬委員会の決定に情報を与え、実施中の戦略と整合するようなその他のガイドラインが含まれます。

3. 今後どのようなタイプの報酬制度を用いるべきですか。

上述の通り、IPO 前企業は引き続きストックオプションに依拠しています。譲渡制限株式とパフォーマンスシェアを含むバランスのとれた IPO 後の企業のようなポートフォリオに移行すべきでしょうか。検討すべき事項は次の通りです。

- IPO 後の高成長を期待していますか。もしそうならば、ストックオプションを強調することは依然として意味をなすかもしれません。
- リテンションに関する問題はありますか。もしそうならば、譲渡制限株式の一部導入は有用かもしれません。
- 業績目標を確実に設定することができますか。結局のところ、公開企業の株主はパフォーマンスシェアを利用しているかを確認することを好んでいます。しかし、効果的に報酬を設計するには、価値創造に対応する正しい業績評価指標を選択し、高い信頼度で業績目標を設定する能力が要求されます。

4. IPO 時に全従業員を“創業者”とみなす付与や“お祝い”の付与は行われるべきでしょうか。

何十年前においては、IPO 時に全従業員にお祝いを授けることは一般的で、IPO というイベントに関して全員に報酬を与える方法として用いられていました。この種の付与は今日ではあまり一般的ではありません。なぜなら、会計上のコストと株式希薄化に関する影響があるためです。検討すべき事項は次の通りです。

- 幅広い対象への付与によって希薄化や株式の準備金に対してどのような影響を及ぼしますか。
- 従業員は IPO 前の株式所有に広く参加していたでしょうか。もしそうならば、IPO 時点の付与は必要ないかもしれません。
- 従業員株式購入制度 (ESPP) のような、IPO 後に株式への広範に関与できる別の手段がありますか。

5. IPO 後の比較対象グループを社外との比較のために確立するべきでしょうか。

IPO 後の企業として、合理的に類似したセクターや規模で IPO 後の比較対象グループを確立することは、多くの場合、タレント市場に関する外部情報入手を容易にします。とり

わけ、新しい IPO 後企業にとっては、競争的な報酬水準、報酬実務、株式希薄化の水準を理解することができます。株主総会招集通知は、インセンティブ目的で使用される報酬の設計および指標に関する有用な情報を提供しています。通常、私たちは比較対象グループのデータについて、報酬を決定する際の唯一の要因ではなく 1 つの要因として利用することを推奨しています。

6. 社外取締役は IPO 後にどのように報酬を支給すべきでしょうか。

ほとんどの IPO 前企業では、取締役会のメンバーは、取締役としての仕事に関する個別の報酬を受け取らないかもしれない投資家です。ひとたび本当の外部の人間が取締役会に参加すると、能力ある候補者を惹き付け、リテンションするために合理的な報酬制度が必要となります。これは比較対象グループを選定することが IPO 後の取締役会における競争的な報酬制度を設定するのに役立つもうひとつの領域になります。

7. 経営者雇用契約は必要でしょうか。

CEO と上級の経営陣が IPO 前に当該契約を結んでいない場合、ウォール街の金融機関のアドバイザーは IPO 後に“経営陣のロックイン”する契約を推奨します。この一方で、株主側および議決権行使助言会社は契約に関して賛成の立場をとりません。議決権行使助言会社と株主からのプレッシャーのために、IPO 企業の多くは、特に CEO 以外の役職については、経営陣との契約を減らし、より広範な解雇および退職の方針を用いる方針に移行しました。

IPO 時点で契約が採用された場合、株主を刺激することを避けることが重要であり、（たとえば、エバーグリーン条項の更新、280G 条に基づく行使税金のグロスアップ、所有権の移転時の解雇手当および株式の移転に関するシングル・トリガー）将来における柔軟性の余地を残すことが重要になります。これに加えて、インセンティブ報酬は約束された将来の付与ではなく、変更・調整の可能性のある目標機会と表現されるべきです。同様に、付加的なベネフィットやパークス（特権）は、実務自体は概して少額であるものの、非常に精査されるため、注意深く見直す必要があります。

8. IPO 後の株式報酬プランにはどのような特徴が含まれていますか。

IPO 企業は一般的にすぐさまセクション 162 (m) の法人税損金算入要件を満たす必要がないものの、162 (m) に関する理由だけで、数年後に株主に対して株式報酬プランを再提出する必要がなくなるため、株式報酬プランに関する必要な機能をすべて盛り込むほうが良いです。IPO 前にすべき重要な点は以下の点です。

- ・ 将来のセクション 162 (m) の要件を満たすための個人および合計値の制限の設定。
- ・ 将来に用いられる可能性のある業績評価指標の包括的な一覧を盛り込む。

- ・ 適切かつ許容可能な株式プールを決定します。これは株式希薄化を管理するもので、かつ複数年の付与の運用を可能とします。
 - エバーグリーン条項の株式プールは柔軟性を高め株式が外部に流出する機会を減らすものの、エバーグリーン条項の特徴は議決権行使助言会社および特定の株主を刺激するものであり、次に株主の承認を得るために株式報酬プランが提出されるときに削除する必要があることに注意しなくてはなりません。
- ・ 代替可能な株式報酬プラン構築を考慮しなければなりません。これは全価型株式の上限に関する株主の承認のための株式報酬規定を書き直すことなく、将来的にストックオプションからその他制度へ移行を可能とするでしょう。
- ・ 株式公開企業のベストプラクティスと比較して所有権変更条項や解約条項慎重に検討します。

9. 株主総会招集通知にはどのような情報開示が必要でしょうか。

報酬の世界では JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups 法）に対してほとんど注意が払われてきませんでした。2012年4月に法律に署名し、適格企業は情報開示要件に関して大きな利点を享受することができます。したがって、あなたの会社が適格企業であるかどうかを確認することに価値のある領域になります。通常、売上高 10 億ドル以下の新興成長企業が適格企業となります（しかし、転換可能社債の発行額や企業の浮動株の規模にも影響を受けます）。当法律下では、企業は簡略化した株主総会招集通知を用いることができ、セイオンペイの諮問投票の対象ではなくなります。

JOBS 法の対象であろうとなかろうと、新しい取締役会が報酬哲学を明確にするほうが良いです。すなわち、経営陣がどのような方法でなぜ報酬を受け取るかについての根拠を示すということです。こうした理論的な根拠は、最初の株主総会招集通知の中でペイ・フォー・パフォーマンスに関するストーリーを構成する重要な要素となります。

10. IPO 後にどのようなプロセスが必要でしょうか。

報酬委員会の出発点として以下のことが重要になります。

- ・ 株式公開企業の公表された例を用いて、企業行動憲章を設定します。
- ・ 会計年度内で適切な時期に的確な項目を審査できるように報酬委員会のスケジュールを確立します。
- ・ 報酬委員会のメンバーが独立性の要件を満たしていることを確認する。

IPO 前企業から IPO 後企業への移行は企業にとって非常に刺激的な時期になります。経営者報酬の要件は厄介なように見えるかもしれませんが、これら 10 項目に取り組むことで、IPO 後の将来への正しい道を拓くことになるでしょう。

原題：Transitioning from a Pre-IPO to Post-IPO Company

<http://paygovernance.com/transitioning-from-a-pre-ipo-to-post-ipo-company/>

ペイ・ガバナンス日本株式会社

100-0006

千代田区有楽町1-1 0-1 有楽町ビル6階

電話 03-6206-3555

メール info@paygovernance.jp