

近年におけるストック・オプション報酬の 論点整理と実証分析のサーベイ

金 鉉玉 安田行宏 長谷川信久

1. はじめに

従来の日本企業における報酬体系は、役員・従業員共に月例報酬、賞与、退職慰労金から概ね構成されており、それぞれの報酬額は職位、勤務期間などによって固定的に決まっていた。すなわち、伝統的に年功序列的な処遇がされており、業績や成果に応じたものではなかった。しかし、1990年代に入りバブル崩壊により収益が悪化した日本企業の多くは、コストダウンを強いられ、成果主義的な制度を導入することで人件費の抑制をしてきた¹⁾。一方、役員報酬については、多くの場合、役員報酬・役員賞与についてはその職位に、役員退職慰労金については在任期間に応じて支払われており、依然として年功序列的な要素が強く残る報酬体系を維持していた。このような役員報酬の支払い方法は機関投資家などによって根拠が不透明であるとの批判の声が上がり、役員報酬についても企業の業績や株主への利益配分と整合性のある水準とすべきとの風潮が強まってきているといえる。

実際、1997年に商法が改正され上場会社によるストック・オプションの導入が可能となったことやその後の同法の改正および関連法の改正・整備などにより²⁾、日本においても役員賞与はストック・オプションを利用した成果主義的な要素が加わりつつある。また、年功的な要素が強い役員退職慰労金も廃止されるか、あるいは、株式報酬型ストック・オプション、いわゆる1円ストック・オプションに置き換えられる傾向にある。タワーズワトソンと日興コーディアル証券株式会社の共同研究によると、2010年6月時点で全上場企業の約45%がストック・オプションを、約20%が1円ストック・オプションを導入している。さらに、ストック・オプションを導入している企業は増加傾向にある³⁾。このように日本のガバナンス改革、とりわけ報酬体系の改革においてストック・オプションの役割が大きくなりつつあるといえる。

本稿では、近年その存在感を高めているストック・オプションに焦点を当てながら、一般にストック・オプションを活用することに伴って生じると考えられている問題が実証的にどのように評価されているのかを整理する。さらに、その問題を克服するために他国ではどのような制度的工夫が施され、またその実証的評価がどのようなものかを併せて概観したい。

本稿の構成は次のとおりである。まず第2節では株式連動型報酬について概観し、第3節でストック・オプションをめぐる指摘されている課題を整理する。第4節では、第3節で整理し

た課題を実証的アプローチで明らかにした研究を紹介し、第5節ではその課題を克服するための制度的工夫の一例として業績達成条件付きのストック・オプションについて概観する。そして第6節では、本稿をまとめるとともに今後の制度設計や研究の方向性を示すこととする。

2. 株式連動型報酬 (Equity-Based Remuneration) の概要

一般に、株式連動型報酬 (Equity-Based Remuneration) の狙いは、株主と経営者との利害関係を一致させ企業価値の向上にコミットさせることである。実際、経営者にインセンティブを与える仕組みとして導入されているが、他方で、成長途上にある企業のように十分な現金報酬を準備できない企業において、将来の利益を配分できる仕組みとして使用され、優秀な人材を確保する手段として用いられることもある。

米国における株式連動型報酬として、①ストック・オプション、②株式報酬型ストック・オプション、③譲渡制限付き株式、④ファントム・ストック、⑤ストック・アプリシエーション・ライツ、⑥パフォーマンス・シェア、および⑦パフォーマンス・ユニットがある。それぞれの特徴については図表1にまとめられている。

これらに加え付与範囲を従業員に限定すれば、企業拠出による従業員に対する退職時雇用者株式給付制度である米国のESOP (Employee Stock Ownership Plan) も株式を使った報酬制度とすることができる。日本では2008年11月に経済産業省が「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」をまとめたことにより、日本版ESOPとして近年その利用が広がりつつある⁴⁾。従業員・役員持ち株会制度は株式を事前計画に従い自ら購入しなければならないという点で形態は異なるが、リストラクテッド・ストックと同様の性格を持つ。特に、多くの企業が持ち株会経由の自社株取得に奨励金を給付している現状を勘案すれば、単に従業員の資産形成および福利厚生のためだけの制度ではなく、長期的報酬制度としての性格も兼ね備えていると考えられる。

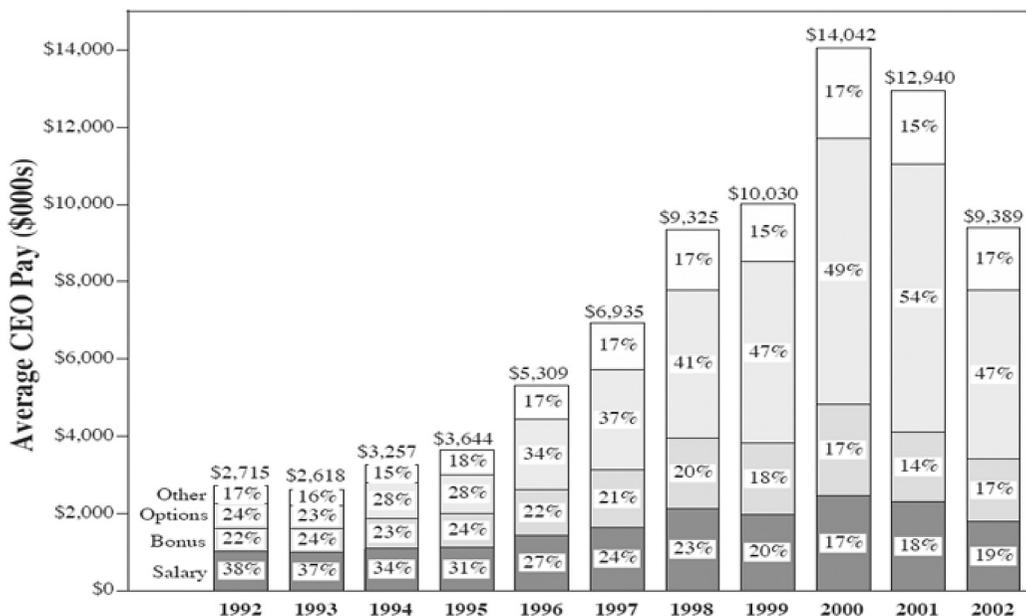
以上のように、株式連動型報酬に限っても多様な種類があることがわかる。しかし、日本では、税制、法制的制限などから現在ストック・オプションが株式連動型報酬として採用されている現状がある。また、その利用度は他国に比べると、報酬体系として定着している状況とは言い難い。図表2は米国のS & P 500社のストック・オプション利用度を示したものである。これによると、1980年代後半には既に役員の年間報酬の約2割が、巨額の不祥事が発覚した2000年前後には約50%がストック・オプションによるものに達していることがわかる。

また、タワーズワトソンと日興コーディアル証券株式会社会の調査によると (分析対象は、欧州: FT Europe 500の上位100社のうち売上高1兆円以上の主要企業35社、米国: Fortune 500のうち売上高1兆円以上の主要企業85社、日本: 時価総額上位100社のうち売上高等1兆円以上かつ3月決算企業61社)、日本企業の場合、2009年度にCEOが受け取った報酬額のう

図表 1 代表的な長期的インセンティブの種類と特徴

インセンティブの種類	内 容	支給手段	ダウンサイド リスク	現金流出 費用計上	株式 希薄化	その他
ストック・オプション	自社株式を予め定められた権利行使 価格で購入できる権利を付与		なし	費用計上	○	対象者は権利行使時に株式購入資金 が必要となる
株式報酬型ストック・ オプション	権利行使価格が1円のストック・オ プションを付与	新株予約権	○	費用計上	○	権利行使時の株式購入資金は無視で きるレベル (1円ストック・オプション)
譲渡制限付き株式	譲渡制限が付された現物株式を付与	現物株	○		○	日本では活用は難しい
フロントム・ストック	定められた期間における株価上昇相 当額を現金で受給できる権利を付与		(○) 設計次第	現金流出		現金の支出額・支出時期が未定なの で、財務上の不確定要素となる。
ストック・アプリーシ エーション・ライツ	株式を付与したとみなし、配当や売 却益を現金として受給できる権利を 付与	現金	(○) 設計次第	現金流出		現金の支出額・支出時期が未定なの で、財務上の不確定要素となる。
パフォーマンス・ シェア	中長期目標の達成度に応じて株式現 物が現金を付与	現物株	○ 設計次第		(○) 設計次第	株式付与が難しい、株価以外の重要 な業務指標達成を促進できる
パフォーマンス・ユ ニット	中長期目標の達成度に応じて現金を 付与	現金	○			株価が報酬に影響せず、株主との利 害関係の共有度は低い

図表2 S&P500社のCEOの1992年から2002年の平均報酬の推移と内訳



出所：Jensen et al “Remuneration: Where We’ ve been, How we got to here, What are the Problems, and How to Fix them” Harvard Business School NOM Research Paper No.04-28, 2004.

ち、基本報酬が占める割合が最も高い（約67%）一方で、株式報酬等が占める割合が最も低くなっている（約15%）。米国企業の場合は、むしろ株式報酬等が報酬総額に占める割合が最も高く（約70%）、基本報酬は報酬総額の12%にすぎない。欧州企業の場合は、株式報酬（39%）、賞与（36%）、基本報酬（25%）の順になっている。このデータは日本企業の株式連動型報酬が他国に比べると報酬体系として定着していないことを示している。

日本では2006年5月1日以降に付与されたストック・オプションについてその報酬額に関する情報が財務諸表上で開示されるようになった。しかし、同情報は全体の報酬額のうち当期の費用となる部分のみということもあり、役員報酬に占めるストック・オプションの割合の全容は未だ必ずしも明らかでない。今のところ役員報酬に占めるストック・オプションの割合は概ね数パーセント程度と推定され、利用度合いとしては米国の1990年代以前の状況に留まっていると思われる。

ストック・オプションは、他国では主要な報酬体系としての役割を担っていると考えられるが、その利用に際してはいくつかの課題も存在する。前述のように、ストック・オプションは、企業外部の株主と内部の経営者や従業員等の利害を一致させ、企業価値の向上にコミットさせることが期待され、企業業績、企業価値向上に大いに資する報酬制度であると考えられている。しかし、特に、ストック・オプションを付与された経営者は、時には株主価値を犠牲してでも

自身の富を最大化させるための行動に走ることがあると考えられている。そのことから、リスクテイク問題、アーニングス・マネジメントおよび開示情報の操作、権利付与日の遡及（Back Dating）および行使価格の変更（Re-pricing）などの問題が起こりうる。また、近年のストック・オプション報酬の費用化を求めた会計制度の整備も経営者の機会主義的な行動を引き起こす可能性が懸念されている。以下では、それぞれの問題について概観していこう

3. スtock・オプションをめぐる諸課題

3-1. リスクテイク

ストック・オプションの付与は、株式付与と異なり収益構造が凸型となる場所に大きな特徴がある。それ故に、リスクが高まるほどストック・オプションの価値が一般に高まることを踏まえた分析が理論・実証分析とともに蓄積されてきた。一方、株主と経営者間のエージェンシー問題では、過少投資問題が生じることが知られており、この意味ではストック・オプション付与はリスクテイクのインセンティブを経営者に与えることでこのエージェンシー問題が解消できると考えられている。しかしながら、昨今の世界金融危機の経験から、過度に経営者に対してリスクテイクのインセンティブを付与したとの批判も増加している。このようにストック・オプションの報酬形態固有の特徴から生じるリスクテイクに関する議論は古くて新しいものであり、株式連動型報酬としてのストック・オプションの是非の根幹をなす検討課題である。

3-2. アーニングス・マネジメント（Earnings Management）と開示情報の操作

一般的に、ストック・オプションの行使価格は付与日の株価と同じ水準となることが多い。このことから、経営者はストック・オプションから得られる価値を最大化させるために、ストック・オプションの付与時には株価を下げるインセンティブを、行使時には株価を上げるインセンティブを有する。そのために経営者は、機会的に開示情報を操作するか、株価に影響を与える利益そのものを操作する（earnings management）可能性がある。どのようなインセンティブがはたらくかは、ストック・オプションの付与前と行使時では異なる。これらを一覧表にまとめると図表3のようになる。

3-3. 権利付与日の遡及（Back Dating）及び行使価格の変更（Re-pricing）

ストック・オプションに関連する不透明な操作として、役員による権利付与日の遡及（Back Dating）および権利行使価格の変更（Re-pricing）が懸念されている。いずれも、役員がストック・オプションの条件を自身にとって有利なものにして利得を得ようとするものである。これらについて、日本の制度のフレームワークについて検討する。

「権利付与日の遡及（Back Dating）」とは、役員がストック・オプション取得後にストック・

図表3 会計政策・情報開示のインセンティブ

	アーニングス・マネジメント	開示情報の操作
付与時	利益を圧縮し付与されるストック・オプションの行使価格を低く誘導しようとする。	良い情報の開示を遅らせ、悪い情報の開示を早め、付与されるストック・オプションの行使価格を低く誘導しようとする。
行使時	利益を過大に示すことにより保有するストック・オプションの価値を上げようとする。	良い情報の開示を早め、悪い情報の開示を遅らせ株価を高く保ち行使可能なストック・オプションから得る利益を出来るだけ大きくしようとする。

オプション付与日を付与日前の日付に変更し、オプション行使により得られるキャピタルゲインをより大きくしようとする行為である。一方、「行使価格の変更 (Re-pricing)」とは、付与時に決定している行使価格そのものをその後変更することである。これについては特に、株価が下がり行使価格を下回った際に、行使価格を低く変更するような場合の適否が問題となる。

米国では、会社の設立登記がなされている州の会社法に従うこととなっているが、大手企業の登記が多くなされているデラウェア州、ニューヨーク州、カリフォルニア州のうち、ニューヨークとカリフォルニアの両州はストック・オプションに関する条項がある。しかし、細かいところまでは規定しておらず、さらに、ストック・オプション付与に関し株主の同意を明記しているのはニューヨーク州のみである⁵⁾。他の州、並びに連邦模範事業会社法においては、ストック・オプションの条件に対して取締役会に広範な権限を与えており、法的には取締役会の決議があれば、モラル上、不当利得等の問題を別にすれば、条件の変更は可能である要件は満たすものと思われる。

一方、日本においても、権利付与日の遡及 (Back Dating)、行使価格の変更 (Re-pricing) についての規定はないが、商法第 361 条で「取締役の報酬は定款または株主総会の決議によってその額や算定方式が決定される」こととされている。また、同法第 361 条では以下の規程が存在する。

「1 取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益 (以下この章において「報酬等」という。) についての次に掲げる事項は、定款に当該事項を定めていないときは、株主総会の決議によって定めるとされている。

- 一 報酬等のうち額が確定しているものについては、その額
- 二 報酬等のうち額が確定していないものについては、その具体的な算定方法
- 三 報酬等のうち金銭でないものについては、その具体的な内容

2 前項第二号又は第三号に掲げる事項を定め、又はこれを改定する議案を株主総会に提出した取締役は、当該株主総会において、当該事項を相当とする理由を説明しなければならない」

以上から、ストック・オプションの権利付与日の遡及 (Back Dating)、権利行使価格の変更 (Re-pricing) は同条文の二に該当するものと思われ、これらの変更は株主の同意が必要であり、取締役の決議のみで行うことは違法行為と判断されるものと思われる (ただし、判例なし)。したがって、日本において権利付与日の遡及や権利行使価格の変更を行うには株主総会の承認が必要と考えるのが妥当であろう。

3-4. ストック・オプション報酬の費用化

ストック・オプション報酬の費用計上義務化は、ストック・オプション制度を取り巻く大きな変化の一つである。日本では、2005年12月の企業会計基準第8号「ストック・オプション等に関する会計基準」の公表により、2006年に5月1日(会社法施行日)以降に付与するストック・オプションについて、ストック・オプション報酬の費用化が義務付けられるようになった⁶⁾。一方、米国では、2004年12月にSFAS123(R)“Share-Based Payment”が公表され、2005年6月15日以降に付与されるストック・オプション報酬および既に付与されたストック・オプションのうち対象勤務期間が途中のものについて、ストック・オプション報酬の費用化が求められた。

もともと米国ではストック・オプション報酬の費用化が義務化されるまでは、SFAS123“Accounting for Stock-Based Compensation”によって、脚注でプロフォーム費用として関連情報の開示が推奨されていた。この時期にもストック・オプション費用計上にかかわる経営者の機会主義的な行動は観察されていた。たとえば、Balsam et al. [2003] は、企業業績に比べて経営者へのストック・オプション報酬の割合が大きい場合に、より少ないプロフォーム費用を計上することを明らかにしている。このように、ストック・オプション報酬の費用計上義務化が企業行動にどのような影響を与えたかについては、重要な論点である。

4. 前節に関する近年の先行研究

ストック・オプションは株主と経営者間エージェンシー問題を緩和する効果的なツールとして議論されてきたが、実際には経営者の機会主義的な行動を誘発し、むしろ株主価値を害する結果をまねくことが懸念される。ここでは前節で取り上げたストック・オプションの課題に関する先行研究を整理する。

4-1. ストック・オプション付与とリスクテイク

Agrawal and Madelker [1987] は、経営者による株式やストック・オプション保有が株式リスク測定で測った資産リスク・株式リスクを高めるような投資やレバレッジを選択していることを実証的に示し、経営者と株主のエージェンシー問題を緩和していると論じている。また、

Rajgopal and Shevlin [2002] は、石油とガス産業に焦点をあてて、油田等の探索リスクに対して経営者へのストック・オプション付与（ESO; Executive Stock Option）が影響を与えているかを同時方程式の中で検証し、ESO が将来の探索リスクを高めることを確認し、このことは経営者の株主のエージェンシー問題を緩和していると結論づけている。

Chen et al. [2006] は、銀行業を対象にストック・オプション付与がリスクテイクを助長するか否かを、1992年から2000年の米国商業銀行を対象に検証している。Chen et al. [2006] によると、1990年代の規制緩和に伴って、銀行業でのストック・オプション報酬の比率が高まっており、たとえば、総報酬に占めるストック・オプションの比率は1992年では17.35%であったものが2000年には35.52%まで上昇している。この事実を踏まえ、Chen et al. [2006] は、株式市場のリスク測度を用いてストック・オプション付与が銀行のリスクテイクを高めることを論じている。

Chen and Ma [2010] は、ESO と企業価値の関係について経営者自身のリスク回避度を考慮して分析している。彼らの実証結果は、ESO はリスクテイクを高めることを確認するものの、企業経営者のリスク回避度によって抑制され、ESO とリスクテイクの関係は非線形であることを示している。また、ESO は短期的な会計利益よりも長期的な株式のリスクとリターンに経営者の関心を向かわせることを示しており、ESO のリスクテイクによる収益への影響は長期的に観察できるものであることを論じている。

上記の論文はいずれも ESO がリスクテイクを高めるか否かの検証であって、それが望ましいものであるかを直接的に検証していない。実際、株主と経営者間のエージェンシー問題では、過少投資問題が生じることが知られており、ESO はリスクテイクのインセンティブを経営者に与えることでこのエージェンシー問題が解消されることが期待されている。この点について、Dong et al. [2010] は、経営者の証券発行（社債発行 vs. 株式発行）の意思決定に対するストック・オプション付与の影響を分析することを通じて、ストック・オプションが過度のリスクテイク問題を生じさせていたか否かを検証している。彼らは1993年から2007年の米国上場企業3734社の証券発行を分析し、経営者の富が株式のボラティリティーに感応的（すなわち、ベガが高い）な時ほど、資本よりも負債を発行することを示している。さらに、これが過度のリスクテイクか否かを見るために、レバレッジ比率の高い企業群と低い企業群に分割して分析したところ、レバレッジ比率が低い企業のみならず高い企業においても高いベガの企業ほどレバレッジが高いことから、ストック・オプションは過度のリスクテイクを助長していると結論づけている。

4-2. アーニングス・マネジメントと開示情報の操作

Yermack [1997] は、1992年から1994年までの期間で経営者にストック・オプションを付与したFortune500の620社を対象とした分析で、ストック・オプション報酬の価値が高くなる

時点でストック・オプションが付与されていることを発見している。すなわち、業績に関するグッド・ニュースが公表される直前、言い換えると好業績を受け株価が高くなる直前に、経営者にストック・オプションが付与されているのである。また、Aboody and Kasznik [2000] は、1992 年から 1996 年までの期間で経営者にストック・オプションを付与した米国企業 572 社を対象に、ストック・オプションの付与前にバッドニュースがより多く公表されることを発見している。バッドニュースの公表によって株価が下落すると行使価格が低くなり、ストック・オプション行使時における報酬がより大きくなるからである。その他に Chauvin and Shenoy [2001] なども同様の結果を報告している。

一方で、ストック・オプションの付与時にアーニングス・マネジメントが行われている可能性が多くの先行研究により明らかになっている。たとえば、Baker et al. [2003] および Baker et al. [2009] は、ストック・オプションの付与前の時期において、負の裁量的発生高が観察されることを発見した。さらに、McAnally et al. [2008] は、利益目標の達成という観点から、ストック・オプションの付与前には下方のアーニングス・マネジメントだけではなく、利益目標の未達成への経営者のインセンティブも高くなることを報告している。利益目標の達成に失敗したら株価はネガティブに反応する可能性が高いからである。さらに、そのようなインセンティブは経営者報酬に占めるストック・オプション報酬の割合が高い場合により顕著となることもあわせて報告している。このようにストック・オプションの付与時には株価の下落を期待した機会的な情報開示およびアーニングス・マネジメントが多く行われることが実証的に明らかにされている。

一方、多くの先行研究は、ストック・オプションの行使時において株価の上昇を期待したアーニングス・マネジメントが行われることを明らかにしている。たとえば、Bartov and Mohanram [2004] は、ストック・オプションの行使額が異常に大きい期間に注目し、行使前の利益および株式リターンがコントロール企業に比べて異常に高い一方で、行使後はそれらが異常に低くなることを発見した。Bergstresser and Philippon [2006] や Kadan and Yang [2006] なども同様の結果を報告している。これについて、Bartov and Mohanram [2004]、経営者がプライベート情報を利用しストック・オプションの行使前の利益を上げることで、自身の富の最大化を図っていると結論付けている。さらに、このような行動についてはアナリストなどの洗練された (sophisticated) 投資家も見抜けなかったことも明らかにしている。

4-3. 権利付与日の遡及 (Back Dating)

これまで多くの研究がストック・オプションの付与前にはネガティブな異常リターンが観察されるが、付与直後にポジティブな異常リターンが観察されることを発見している (たとえば、Chauvin and Shenoy, 2001; Lie, 2005; Collins et al., 2005; Heron and Lie, 2007; Narayanan and Seyhun, 2006 など)。このような現象に対して、ストック・オプションを付与するタイミング

や開示情報の操作がその理由とされてきた。しかし、Lie [2005] はこのような傾向があまりにも強く見られることから、権利付与日の遡及（Back Dating）の可能性を指摘した。すなわち、経営者が自身にとって最も都合の良い日を付与日として遡及して選んでいるということである。それまで米国では経営者がストック・オプションを付与された場合、その旨を決算日の45日以内にSECに報告すればよかったため、制度的には権利付与日の遡及が行われてもおかしくない環境であった。

そこでHeron and Lie [2007] は権利付与日の遡及の可能性について実証的に検証した。2002年のSOXの公表に伴いSECは2002年8月29日以降に付与したストック・オプションについて、2日以内に公表することを義務付けている。これを受けHeron and Lie [2007] は、もしストック・オプション付与日の前後の異常リターン動きが権利付与日の遡及によるものであれば、2002年8月29日以降に付与されたストック・オプションについては、上記の傾向が弱まると推測した。そして、2000年1月1日から2002年8月28日までに付与されたストック・オプションと2002年8月29日から2004年11月30日までに付与されたストック・オプションの付与日前後の異常リターンを比較した結果、前者の期間の異常リターンに比べて後者の期間の異常リターンが80%ほど低くなることを発見した。これは、権利付与日の遡及の可能性を強く支持する結果といえる。実際、Bernile and Jarell [2009] は、権利付与日の遡及の事実が発覚した企業の株価が大幅に下落することを明らかにしている。

さらに、権利付与日の遡及には企業のガバナンス構造が関わっている可能性を指摘する研究も存在する。たとえば、Collins et al. [2009] は、取締役会に占める社内取締役や独立性が疑わしい社外取締役の割合が高い企業ほど、また、現在のCEOに雇われている社外取締役が多い企業ほど、そしてCEOが取締役会の議長を務めている企業ほど、権利付与日の遡及を行っていることを報告している。また、Bizjak et al. [2009] は、権利付与日の遡及を行った企業の取締役を兼任している取締役が存在する企業ほど、権利付与日の遡及をより行う可能性があることを実証的に明らかにしている。

4-4. スtock・オプション報酬の費用化に関連した経営者の機会主義的行動

Balsam et al. [2008] によると、ストック・オプション報酬の費用化を求めたSFAS123 (R)の適用前の2005年2月28日時点において958社に及ぶ米国の上場企業が従業員に給付したストック・オプションの対象勤務期間（vesting period）を短縮している。これに対して、Balsam et al. [2008] は、SFAS123 (R) がすでに付与されたストック・オプションのうち対象勤務期間が途中のものについても費用化を求めていることから、費用回避のために上記の意思決定が行われたと解釈している。

Choudhary et al. [2009] も、ストック・オプション報酬の費用計上義務付けられる前の期間である2004年3月から2005年11月まで、多くの企業がすでに付与したストック・オプション

ンの対象勤務期間を短縮していることを報告している。さらに、このような傾向は、計上すべき費用額が多い企業、エージェンシ・コストが高い企業ほど、強くみられることも明らかにしている。また、このような対象勤務期間の短縮に対して市場はネガティブに反応することを、Balsam et al. [2008], Choudhary et al. [2009] とともに報告している。

5. 業績達成条件 (Performance-based Vesting Provisions : PV 条項) 付のストック・オプション

5-1. スtock・オプション権利行使確定条件 (Vesting⁷⁾)

ストック・オプションの権利確定条件 (Vesting) は、大きく時間条件 (Time-Vesting) と業績達成条件 (Performance-based Vesting Provisions : PV 条項) の2つに分類することができる。時間条件とは、ある一定の期間が経過すればストック・オプションの権利行使が可能となるものであり、業績達成条件とは、権利行使のために業績上の一定の指標を達成しなければならないものである。さらに業績達成条件には、加速権利確定条件 (Accelerated-Vesting) と条件付権利確定条件 (Contingent-Vesting) とがある。加速権利確定条件は、業績指標上の目標が達成されれば待機期間の満了 (権利確定日) を待たずにストック・オプションの行使が可能なもの、条件付権利確定条件は、権利確定日までに業績指標の目標が達成されない場合には、ストック・オプションを放棄しなければならぬものを指す。これまで取り上げたストック・オプションの課題は、Time-Vesting に基づいて制度が設計されていることに大きくその原因があるといえることから、こうした権利行使確定条件のあり方について関心が高まっている。

Bebchuk and Fried [2003] によると、2001年の時点で、米国の大手上場企業 250社のうち5%のみが業績指標等の目標を設けているという。また、現在の日本でも、付与されているストック・オプションの大勢は、権利行使確定日に勤務していることが権利行使の確定条件となっており⁸⁾、業績条件を権利行使の条件としているケースはあるとしても極めて少ないと思われる。

権利行使時の株価は必ずしも経営者の手腕のみではなく、多分に市場情勢を反映しており、また企業の実力以上の株価がついている場合さえ十分ありうる。このような状況を考慮して、株価以外の業績に連動する指標をストック・オプション行使の条件にすることが提唱されはじめている。元米国連邦準備制度理事会議長のグリーンSPANは、2002年3月に「ストック・オプションは正しく設計されれば経営者と株主の利害関係の方向付けに役立つが、操作により会社を危機的な状況に貶めた例がある。ストック・オプションを効果的に活用するには、企業業績に連動するベンチマークとなる指標に結びつけることが有効だと考える⁹⁾」と述べている。また、AFL-CIO [2003], CalPERS [2008], あるいは Institutional Shareholder Services [2011] からも業績達成条件を支持している。

5-2. Performance-based Vesting Provisions に関する先行研究

業績達成条件 (Performance-based Vesting Provisions: PV 条項) 付のストック・オプション (以下, PVSO と表記) に代表される非伝統的な vesting structures を持つストック・オプションは実務的に普及したのが比較的近年であることもあり, 実証分析はまだ少ない状況にある。しかし, AFL-CIO [2003], CalPERS [2008], あるいは Institutional Shareholder Services [2011] らが従来型のストック・オプションに代えて PVSO の利用を主張していることからわかるように, 今後, PVSO に対する関心はより一層高まっていくことが予想される。

Gerakos et al. [2007] は, 1993 年から 2002 年の間に PVSO を付与した米国企業 128 社について検証している。彼らの分析によると, 株式のボラティリティーが低い, あるいは時価簿価比率が低い企業ほど PVSO を付与していること, さらに新しい CEO の指名に際して PVSO を付与することが関連していることを実証的に確認している。

Bettis et al. [2010a] は, Gerakos et al. [2007] のサンプルを拡張し, 1995 年から 2001 年までの PVSO を含む株式連動型報酬を採用している 461 の米国企業 (983 件の PVSO) について詳細に検証している。

彼らのサンプルによると, 983 件のうち 555 の付与が条件付権利確定条件 (Contingent-Vesting) (うち 438 がオプション, 117 が譲渡制限付株式) を含み, 427 付与が加速権利確定条件 (Accelerated-Vesting) (うち 276 がオプション, 152 が譲渡制限付株式) を含んでいる。一般に, 条件付権利確定条件は, 一つあるいは複数の業績のハードルを達成することが権利行使の条件となるものである。その条件を達成できないと権利喪失になる。一方, 加速権利確定条件 (Accelerated-Vesting) は事前に定められた業績の条件を満たすと, 早期に権利行使が可能となるものを指す。条件を満たせない場合には, 通常的时间条件 (Time-Vesting) となる。

以下では米国で最も包括的な PVSO についての文献といえる Bettis et al. [2010a] の図表 4 に示されるデータについて少し詳しく見てみよう。図表 4 から読み取れる特徴は次の通りである。まず, PV 条項は譲渡制限付株式よりもストック・オプションにおいて一般に利用されている点である。この点について Bettis et al. [2010a] はベガを高くしリスクテイクを促す目的で利用されている可能性を論じている。第二に, 業績のハードルとして用いられるものは株価が最も一般的で, 次に会計の業績指標である点である。会計指標を用いる場合には EPS, 利益額, ROA の順で利用率が高い。第三に, 業績のハードルに株価や会計指標以外を用いる場合の多くは, 同産業あるいはインデックスとの相対的な業績の相違を用いている点である。

以上の特徴を踏まえ, Bettis et al. [2010a] における主な実証結果は, 第一に, PV 条項付きの株式報酬は, それ相応のハードルを実際に経営陣に課しているというものであり, たとえば株価でいうと 72% (97%) 上昇しなければ, 権利行使が可能とならないことを論じている。実際, 1995 年から 2001 年の期間では, 株価に対してのみ PVSO のうち, 55.6% の企業しか 5 年以内に権利が付与されなかった。第二に, PVSO は新しい CEO の就任と正の相関関係があると

図表 4 業績指標を用いた役員向け株式報酬の契約形態

パネル A サンプル数推移				
	ストック・オプション付与 (N = 714)		リストラクテッド・ストック付与 (N = 269)	
	業績指標に行使権確定		業績指標に行使権確定	
	加速権利確定 (N = 276)	条件付権利確定 (N = 438)	加速権利確定 (N = 152)	条件付権利確定 (N = 117)
1995	18	53	13	15
1996	32	65	17	18
1997	39	75	20	16
1998	46	67	24	23
1999	58	69	24	13
2000	44	42	27	14
2001	39	42	27	14

パネル B 行使権確定に使用される指標		
	数	構成比
会計上の業績指標	221	22.5%
株価	455	46.3%
その他	66	6.7%
会計 株価	48	4.9%
会計 + その他	8	0.8%
上記以外	185	18.8%
計	983	

パネル C 会計上の業績指標が権利確定の条件となる付与の分布 (複数条件の場合あり)		
	数	構成比
キャッシュフロー	4	1.4%
EPS	107	38.6%
利益額	46	16.6%
利益率	3	1.1%
ROA	13	4.7%
ROE	7	2.5%
売上高	2	0.7%
その他	95	34.3%
計	277	

パネル D その他業績権利確定条件付与分布 (複数条件の場合あり)		
	数	構成比
顧客関係	4	5.4%
負債	9	12.1%
同業他社利益対比	6	8.1%
FDA 認可取得	5	6.8%
子会社上場	1	1.4%
業務	5	6.8%
同業他社 ROA 比	9	12.1%
株価 (S&P) 指標	16	21.6%
同業他社株価対比	19	25.7%
計	74	

サンプルは 1995 年～2001 年の間にリストラクテッド・ストック及びストック・オプションを付与した 461 社 983 件。加速行使 (Accelerated-Vesting) は業績条件を満たした場合に予定権利行使日から繰上げて行使可能なもの。付与条件が満たされない場合は、予定の権利行使日以降行使可能となる。一方、条件付付与 (Contingent-Vesting) は、業績条件が満たされた場合に行使できるが、業績条件が満たされない場合には、権利の放棄となるものを言う。権利確定日が付与日から 7 年超の加速付与条項付は、条件付付与に分類した。

いうことである。そして第三に、PV条項付きの株式報酬を与えられた企業は、そうでないコントロール企業よりも業績が良いというものである。

なお、Bettis et al. [2010a]の結果が、実質的な業績改善を必ずしも伴わない会計報告上のアーニングス・マネジメントによる会計上の利益改善の可能性を検証したものとしてBettis et al. [2010b]がある。Bettis et al. [2010b]の実証結果によれば、アーニングス・マネジメントなどによるものではないことを確認している。

ところで、上記は米国のケースについてであり、PVSOは英国において先行して導入されている。Kuang and Qin [2009]は、英国の大企業244社を対象に1999年から2004年の間に1383名の経営幹部に付与されたケースについて分析をしている。PVSOは通常のストック・オプションに対して経営者と株主の利害の一致のインセンティブを付与する上で有効であるとの実証結果を得ている。一方、PVSO付与においてターゲットが明確でないケースにおいては利害の不一致を起こしているとの実証結果も示している。

6. おわりに

本稿では、近年その利用が広がりつつある株式報酬型としてのストック・オプションに焦点をあて、その利用に際しての課題を整理し、近年の実証研究について概観した。その結果、現行のストック・オプションの多くが時間条件（Time-Vesting）に基づいて設計されていることから、従来から指摘されるリスクテイク問題以外にも、アーニングス・マネジメントや開示情報の操作、および権利付与日の遡及（Back Dating）などの課題が顕在化していることが浮き彫りになった。また、ストック・オプション報酬の費用化の流れも経営者の機会主義的行動を引き起こす可能性があることが明らかにされた。これらは日本では未だ問題とされていないが、今後ストック・オプションの利用が広がる傾向を見せている中、制度の運用上、今後注意しなければならない課題となり得るものである。

さらに本稿では、このような課題に対する克服策の一例として、PVSOについて概観した。その結果、第5節での実証結果を見る限り、概ね肯定的なものであることを確認した。しかし、仮に業績達成条件付のストック・オプションを活用するとしても、どのような活用が最も望ましいのかなど論点も多い。

今後、日本においてストック・オプション自体の利用はますますの広がりを見せると思われるが、その実体の解明自体が必ずしも十分ではないこともあって、他国での業績達成条件付のストック・オプションの活用に関する議論やその課題についてはほとんど論じられていない。しかしながら、本稿で論じた点に限ってみても、ストック・オプションをはじめとして業績連動型報酬の制度設計については多くの論点がある。したがって、ストック・オプションの運用について、たとえば、業績連動の指標として何をを用いるのが望ましいのか、また、どのように

連動させるのかについて、日本における実情を勘案しながら、日本の報酬体系に関する包括的な実証的知見を蓄積していくことが必要であると思われる。

付記：本稿は 2010 年度個人研究助成（研究番号 10-10）の成果の一部である。

注

- 1) たとえば、山口高弘 [2008] を参照のこと。
- 2) 日本におけるストック・オプションに関する制度変遷については安田・金・長谷川 [2011] に詳しい。
- 3) タワーズワトソン・日興コーディアル証券株式会社「ストックオプション導入概況－株式報酬型ストックオプションは引き続き増加傾向」<http://www.towerswatson.com/japan/press/3492> を参照のこと。
- 4) 2010 年 11 月 23 日『日本経済新聞』朝刊によると、2010 年 11 月時点で 60 社超が導入している。
- 5) 大和総研 / トーマツ編 [1997]。
- 6) 日本におけるストック・オプション報酬の費用化が企業のストック・オプション導入に与える影響については安田・金・長谷川 [2011] で検証されている。
- 7) Vesting は受給権と訳されている。英文の年金・ストック・オプション関係の定義を見ると：Vesting The process by which an employee with a qualified retirement plan and/or stock option becomes entitled to the benefits of ownership, even if he/she no longer works at the company providing the retirement plan or stock option. Vesting occurs after an employee has worked at the company for a certain number of years; once vesting occurs, the benefits of the plan or stock option cannot be revoked. (Farlex Financial Dictionary. ©2009 Farlex, Inc. All Rights Reserved) と定義されており、ここではストック・オプション「権利確定条件」とした。
- 8) 2004 年 3 月期から 2008 年 3 月期までの期間で、ストック・オプションを利用している 3 月期決算の東証上場企業（1 部・2 部・マザーズを含む）と JASDAQ 上場企業 1,070 社（ただし、金融関連業 7 を除く）を対象に調べた結果、ほとんどの企業が時間条件のみであった。それ以外に、「赤字でないこと」という条件が 2 件ほどあった。
- 9) Greenspan [2002]。

参考文献

- Agrawal, A. and G. N. Mandelker [1987], "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions," *Journal of Finance*, 4, 823-837.
- Aboody D. and R. Kasznik [2000], "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, 29, 73-100.
- AFL-CIO [2003] *Exercising Authority, Restoring Accountability*. http://www.aflcio.org/corporate_watch/capital/upload/proxy_voting_guidelines.pdf.
- Baker, G.P., M. C. Jensen, and K. J. Murphy [1988], "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory," *Journal of Finance*, 43, 593-616.
- Baker, T., D. Collins, and A. Reitenga [2003], "Stock Option Compensation and Earnings Management

- Incentives,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18, 557-582.
- Baker, T., D. Collins, and A. Reitenga [2009], “Incentives and Opportunities to Manage Earnings around Option Grants,” *Contemporary Accounting Research*, 26, 649-672.
- Balsam, S., H. A. Mozes, and H. A. Newman [2003], “Managing Pro Forma Stock Option Expense under SFAS No.123,” *Accounting Horizons*, 17, 31-45.
- Balsam, S., A. Reitenga, and J. Yin [2008], “Option Acceleration in Response to SFAS 123 (R),” *Accounting Horizons*, 22, 23-45.
- Bartov, E. and P. Mohanram [2004], “Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises,” *Accounting Review*, 79, 889-920.
- Bebchuk, L. A. and J. M. Fried [2003], “Executive Compensation as an Agency Problem,” *Journal of Economic Perspectives*, 7, 71-93.
- Bernile, G. and G. A. Jarrell [2009], “The Impact of the Options Backdating Scandal on Shareholder,” *Journal of Accounting and Economics*, 47, 2-26.
- Bergstresser, D. and T. Philippon [2006], “CEO Incentives and Earnings Management,” *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.
- Bettis, C., J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy [2010a], “Stock and Option Grants with Performance-Based Vesting Provisions,” *The Review of Financial Studies*, 23, 3849-3888.
- Bettis, C., J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy [2010b], “Evidence on Whether Stock and Option Grants with Performance-Based Vesting Provisions Are Associated with Earnings Management, Accounting Restatements, and Shareholder Litigation,” Supplement to “Stock and Option Grants with Performance-Based Vesting Provisions,”
- Bizjak, J., M. Lemmon, and R. Whitby [2009], “Option Backdating and Board Interlocks,” *Review of Financial Studies*, 22, 4821-4847.
- CalPERS (California Public Employees’ Retirement System) [2010] *Global Principles of Accountable Corporate Governance*. (Updated: February 16, 2010) <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2010-5-2-global-principles-of-accountable-corp-gov.pdf>.
- Chauvin, K. and C. Shenovoy [2001], “Stock Price Decrease Prior to Executive Stock Option Grants,” *Journal of Corporate Finance*, 7, 53-76.
- Chen, C., T. Steiner, and A. Whyte [2006], “Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking? An Analysis of the Banking Industry,” *Journal of Banking and Finance*, 30, 915-945.
- Chen, Y-R. and Y. Ma [2010], “Revisiting the Risk-Taking Effect of Executive Stock Options on Firm Performance,” *Journal of Business Research*, forthcoming.
- Choudhary, P., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam [2009], “Accelerated Vesting of Employee Stock Options in Anticipation of FAS 123-R,” *Journal of Accounting Research*, 47, 105-146.
- Collins, D. W., G. Gong, and H. Li [2005], “The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on the Timing Manipulation of CEO Stock Option Awards,” *Working Paper, University of Iowa*, Available at SSRN.
- Collins, D. W., G. Gong, and H. Li [2009], “Corporate Governance and Backdating of Executive Stock options,” *Contemporary Accounting Research*, 26, 403-445.
- Dong, Z., C. Wang, and F. Xie [2010], “Do Executive Stock Options Induce Excessive Risk Taking?” *Journal of Banking and Finance*, 34, 2518-2529.

- Gerakos, J., C. Ittner, and D. Larcker [2007], "The Structure of Performance-Vested Stock Option Grants," *Essays on Accounting Theory in Honor of Joel S. Demski*, New York: Springer.
- Greenspan, A. [2002], "Stock Options and Related Matters," *Remark at the 2002 Financial Markets Conference of Federal Reserve Bank of Atlanta*, Available on BIS Review 29/2002.
- Heron, R. A. and E. Lie [2007], "Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants?" *Journal of Financial Economics*, 83, 271-295.
- Iqbal, Z., K. Wang, and S. O. [2011], "Board Independence and Market Reactions around News of Stock Option Backdating," *Journal of Economics and Finance*, 35, 104-115.
- Institutional Shareholder Services [2011], 2011. *2011 U.S. Proxy Voting Guidelines Summary*. [http://www.issgovernance.com/files/ISS2011USPolicySummary_Guidelines20110127.pdf#search = 'US proxy Voting Guidelines summary'](http://www.issgovernance.com/files/ISS2011USPolicySummary_Guidelines20110127.pdf#search='US%20proxy%20Voting%20Guidelines%20summary')
- Kadan, O. and J. Yang [2006], "Executive Stock Options and Earnings Management - A Theoretical and Empirical Analysis," *AFA 2006 Boston Meetings Paper*, available at SSRN.
- Kuang, Y. F. and B. Qin [2010], "Performance-Vested Stock Options and Interest Alignment," *The British Accounting Review*, 41, 46-61.
- Lie, E. [2005], "On the Timing of CEO Stock Option Awards," *Management Science*, 51, 802-812.
- McAnally, M. L., A. Srivastava, and C. D. Weaver [2008], "Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, and Earnings Management," *Accounting Review*, 83, 185-216.
- Narayanan, M. P. and H. N. Seyhun [2006], "Effect of Sarbanes-Oxley Act on the Influencing of Executive Compensation," *Working Paper, University of Michigan*, Available at SSRN.
- Rajgopal, S. and T. Shevlin [2002], "Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking," *Journal of Accounting and Economics*, 33, 145-171.
- Yermack, D. [1997], "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcement," *The Journal of Finance*, 52, 449-476.
- 経済産業省・新たな自社株式保有スキーム検討会 [2008] 「新たな自社株式保有スキームに関する報告書」.
- タワーズワトソン・日興コーディアル証券株式会社「ストックオプション導入概況－株式報酬型ストックオプションは引き続き増加傾向」<http://www.towerswatson.com/japan/press/3492>.
- 大和総研／トーマツ編 [1997] 『すぐわかるストック・オプションのすべて』, 日本経済新聞社.
- 安田行宏・金鉸玉・長谷川信久 [2011] 「ストック・オプション導入の決定要因－日本の新株予約権方式統一後における再検証」『現代ファイナンス』 近刊.
- 山口高弘 [2008] 「成果主義から精神的満足向上のマネジメントへ」『NRI パブリックマネジメントレビュー』 Vol.62, 野村総研.

—2011年6月14日受領—