

有償ストック・オプションの発行に関する基礎的調査

—適時開示情報の内容を中心に—

乙 政 正 太
椎 葉 淳
岩 崎 拓 也

1. はじめに

本稿ではいわゆる有償ストック・オプションを取り上げるが、2008年から2017年に有償ストック・オプションに関する適時開示を行った企業を対象として、その発行企業の適時開示情報の内容を調査する。ここで有償ストック・オプションとは、一定の条件が満たされた場合に権利行使が可能となるように設計される有償型ストック・オプションであり、企業会計基準委員会実務対応報告第36号（2018）では「権利確定条件付き有償新株予約権」と表記されているものである¹⁾。本稿では、有償ストック・オプションの導入の効果や付与対象者に対するインセンティブへの影響を今後より深く実証的に考察するための基礎的調査として、その導入による株式市場での反応についても簡単な分析を行う。

1997年（平成9年）5月の議員立法で商法が改正され、わが国でストック・オプション制度（stock option plan）の導入が可能となった。その後、2001年（平成13年）の商法改正によりストック・オプションの利便性は高まった。ただし、ストック・オプションは新株予約権の有利発行（特定の株主あるいは第三者に対して公正な発行価額を大きく割り込むような価額で新株予約権を発行すること）として取り扱われており、株主総会の特別決議が必要とされていた²⁾。

その後、2005年（平成17年）の会社法の制定で、ストック・オプションは報酬の一部であることが認められている。取締役が付与されるストック・オプションは、職務執行の対価として公正価額を算定することが可能であるという前提で、原則として「額が確定しているもの」（会社法第361条第1項第1号）であり、かつ「金銭でないもの」（同第3号）に相当するので、株主総会では会社法第361条第1号第1項と第3項の決議が必要となっている³⁾。新株予約権の

1) 通称として有償ストック・オプションと呼ばれることが多い。適時開示の文書では、募集新株予約権、業績達成条件付新株予約権、あるいは業績目標コミットメント型新株予約権と表記されることがある。

2) この時点ではストック・オプションは商法の報酬規程には含まれていない。

3) 従業員に対してストック・オプションを付与する場合、株主総会の報酬決議は必要とされない。

公正価額の算定が困難である場合、「額が確定していないもの」(同第2号)による不確定報酬として決議することも可能である⁴⁾。なお、有利発行に該当する場合は株主総会の特別決議が必要であるが、職務執行の対価として妥当であれば、株主総会の特別決議を経る必要はなくなっている。

会計上では、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」(以下、ストック・オプション会計基準)が2005年に公布され、「従業員等から取得するサービスは、その取得に応じて費用として計上し、対応する金額を、ストック・オプションの権利の行使又は失効が確定するまでの間、貸借対照表の純資産の部に新株予約権として計上する」(第4項)ことになった。算出されたストック・オプションの公正な評価額は、インセンティブ目的でかつ無償で発行された通常型ストック・オプションの場合に費用計上が義務づけられている⁵⁾。

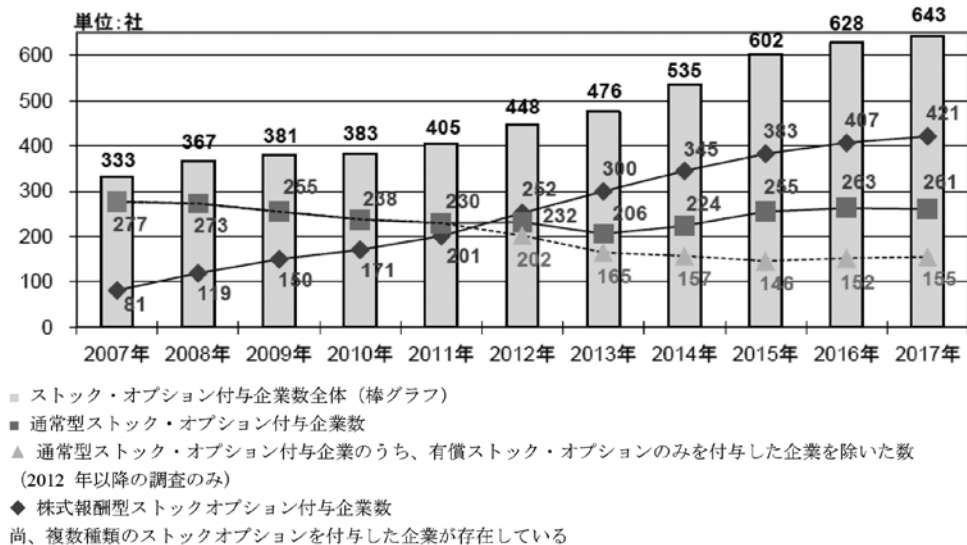
ところが、費用計上を回避したいニーズは企業にまだ残っていた可能性がある。費用計上の負担を解消する方法として出現したと考えられるのが、有償ストック・オプションである。これは一定の額の金銭を払い込んだ付与対象者に対して企業が新株予約権を交付するもので、一定の条件が満たされた場合に権利行使が可能となる、逆に言えば、その条件が満たされない場合は権利行使が不可能となるように設計されている。有償ストック・オプションはストック・オプション会計基準の公表時に想定されていなかったものであり、有償ストック・オプションの会計処理の取り扱いはずしも明確ではなかった。それゆえに、企業会計基準委員会実務対応報告第36号(2018)が適用されるまで有償ストック・オプションに係る費用計上は行われずに済んでいた。

2018年4月1日以後は有償ストック・オプションの付与に伴い企業が従業員等から取得するサービスは、その取得に応じて費用計上が行われるが、本稿の分析対象期間はストック・オプション会計基準の適用が明確化される以前の2008年から2017年である。その間に有償ストック・オプションに関する適時開示を行った企業がどのような内容のものを発行していたかを調査している。

次節では、有償ストック・オプションの全般的な特徴について述べ、権利行使条件に関する海外の先行研究にも触れる。有償ストック・オプションでは、通常型ストック・オプションと異なり、新株予約権を引き受ける者(新株予約権者)に対してストック・オプションを公正な評価額にて有償で発行するものであり、特に有利な条件ではないことから、株主総会の承認を得ることなく実施することができる。その上、新株予約権の行使・消滅要件として会計数値や株価をベースとした条件が付されているため、株主とのリスクを共有することが期待される。第3節では、有償ストック・オプションを実際に発行している企業がどのような内容を開示し

4) スtock・オプション付与に関して報酬決議で上限枠が設定されていない場合、従来の報酬を含めた上限額等を定めることも、従来の報酬とは別枠の上限等を定めることも可能である(乙政, 2017)。

5) スtock・オプションの公正価値を評価する場合、経営者が評価モデルのインプット情報(基礎数値)に裁量的な操作を加えるかもしれないという議論がある(椎葉・瀧野, 2010; 田澤, 2017)。



出所:ウィリス・タワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行株式会社 (2017)

図1 スtock・オプション導入概況調査結果の変遷 (2007年から2017年における全上場会社)

ているかを検討する。新株予約権者の対象者は幅広く、行使期間や業績条件も企業ごとに多様であるが、株式報酬の業績条件に利益数値が重要な役割を果たしていることがわかる。第4節で有償ストック・オプションの導入による株式市場の反応について簡単な分析を行い、最後に今後の研究の課題をまとめる。

2. 有償ストック・オプションの特徴

2. 1. スtock・オプションの発行状況

ウィリス・タワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行株式会社 (2017) は、2007年から2017年におけるストック・オプションの導入状況を調査している。その変遷は図1に示しているが、ストック・オプションを導入している企業は2007年の333社から2017年の643社までほぼ倍増している。このような株式ベースの報酬 (equity-based compensation) の役割は、株主と取締役等の利害を一致させ、企業価値を最大化させるインセンティブを取締役等に与えることである⁶⁾。

ストック・オプションは、①通常型ストック・オプション⁷⁾、②株式報酬型ストック・オプション

6) 株式ベースの報酬としては、ストック・オプションの他に、①株式報酬型ストック・オプション、②譲渡制限付株式、③ファントム・ストック、④ストック・アプリシエーション・ライツ、および⑤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金・安田・長谷川 (2011) を参照されたい。

7) 通常型 (無償型) のストック・オプションにおいては、将来において予め定められた権利行使価額 (exercise price) で所定の数の株式を取得することができる新株予約権が取締役・従業員等に対して付与される。満期日までに当該企業の株価が権利行使価額を上回れば、取締役・従業員等は取得した株式を市

ション, ③有償ストック・オプションの3種類に分けることができる。この中で, 株式報酬型ストック・オプションの導入が一貫して増加している(図1の◆)。これは, 新株予約権の行使価額を1円とする(譲渡制限付)新株予約権を付与するもので, 年功的な役員退職慰労金制度の代替として利用されるようになっている。通常型ストック・オプション(図1の■印)は2007年の277社から導入の大きな伸びはないが, 安定して200社を超えている。2017年には261社が通常型ストック・オプションを導入している。

本稿で注目するのは有償ストック・オプションである。図1から直接に有償ストック・オプション導入企業数を知ることはできないが, 「通常型ストック・オプションの付与企業数」(図1では■印)と「通常型ストック・オプション付与企業のうち, 有償ストック・オプションのみを付与した企業を除いた数」(図1の▲印)の差から「有償ストック・オプションのみを付与した企業数」を見てみよう。2012年には30社(232-202)であったものが, その後, 41社, 67社と増え, 2015年以降は, 109社, 111社, 106社と100社以上で導入されていることが読み取れる。

取締役や従業員等に付与される通常型のストック・オプションは, 職務執行の対価として公正な評価額を算定することが可能であるという前提で, 株主総会では報酬決議が必要になる。これに対して, 有償ストック・オプションは, 新株予約権の付与時に取締役や従業員等が実際に金銭を払い込むことにより付与されるストック・オプションである。これは新株予約権を引き受ける者に対して公正な評価額にて有償で発行するものであり, 特に有利な条件ではないことから, 株主総会の承認を得ることが会社法上は必要とされていないと考えられている⁸⁾。

2. 2. 有償ストック・オプションの役割と会計処理方法

有償ストック・オプションによる新株予約権付与の目的は, 取締役や従業員等の一層の意欲及び士気を向上させ, 結束力を高めることである。取締役や従業員等が資金負担するという点では, 有償ストック・オプションの新株予約権者にとっては投資を行うという側面があるが⁹⁾, これは中長期的な業績拡大や企業価値の増大を目指すように彼らに対して促すものである。したがって, 有償ストック・オプションにはインセンティブ報酬としての意味合いがあると位置

場で売却し, キャピタル・ゲインを獲得することができる。通常型のストック・オプションでは, 権利行使価額は新株予約権付与時の株価より高く設定されているので, 株価が権利行使価額を上回らない場合もある。その場合には, 権利行使を行わずにオプションを放棄することができるので, 取締役・従業員等が実害を被ることはない。

8) 有償ストック・オプションを取締役会のみで機動的に発行することは可能であるが, 株主の承認を得ることを条件に発行する企業も存在する(中村, 2017; 田辺総合法律事務所・至誠清新監査法人・至誠清新税理士法人, 2017)。なお実務上, 取締役会において, 会社法第236条, 第238条, および第240条の規定に基づき, 取締役・従業員等に対する新株予約権の発行については決議がなされる。

9) 新株予約権者は, 権利行使価額, 行使期間, 業績目標などの条件を吟味することによって該当する新株予約権に投資するかどうかを決定することができる(山田, 2016)。

づけられよう。

通常型のストック・オプションと同様に、有償ストック・オプションでも株価が権利行使価額を上回らない限り新株予約権は無価値となってしまふ。有償ストック・オプションの引き受け者である新株予約権者にとっては、取得時に一定の金額を払い込んでいるので、経済的利得の合計額はその払込金額を差し引いたものとなる。有償ストック・オプションの払込金額は決して高いものではないが（詳細は第3節）、無償で付与されるストック・オプションよりも業績向上に対するインセンティブは有償ストック・オプションのほうが強く働くであろう。

有償ストック・オプションに対して、ストック・オプション会計基準を適用すべきかどうかは2018年まで必ずしも明確ではなかった。そのため、有償で新株予約権を発行する場合の会計基準は未整備であり、企業会計基準委員会企業会計基準適用指針第17号（2007）「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」（2007年4月25日）を適用し、新株予約権の発行価額を純資産の部の新株予約権に計上し、権利行使されたときに新株予約権を資本金等に振り替える会計処理が行われていた。つまり、財務諸表上の費用が過少に計上される実務が普及していた。

しかしながら、第1節で言及したように、2018年1月12日に企業会計基準委員会実務対応報告第36号（2018）「従業員等に対して権利確定条件付き有償新株予約権を付与する取引に関する取扱い」が公表された。これによると、有償ストック・オプションは、原則としてストック・オプション会計基準第2項（2）に定めるストック・オプションに該当するものとされている。権利確定日以前において、有償ストック・オプションの公正な評価額から払込金額を差し引いた金額のうち、対象勤務期間を基礎とする方法、その他の合理的な方法に基づき当期に発生したと認められる額が算定され、それが各会計期間における費用計上額とされる。この対応報告以降に発行された有償ストック・オプションの導入については本稿では扱っていないが、会計処理方法の変更と有償ストック・オプションの導入の関係は研究上の論点となるであろう¹⁰⁾。

2. 3. 権利確定条件に関する先行研究

株式ベースの報酬には権利行使期間に権利の確定（vesting）に対する条件が設けられることがある。その1つは、一定の業績（株価を含む）の達成または未達成に基づく業績条件を付すことである。もう1つは取締役や従業員等として一定期間勤務することを条件づけることである。

10) 2018年4月1日から新しい会計処理が適用されるが、同日より前の取引については、従来採用していた会計処理を続けることができる。ただし、有償ストック・オプションを活用して人材の引き留めを行ってきたベンチャー企業等には大きな影響があると考えられる。オプションの強制的な費用化は新たな有償ストック・オプションの付与をストップさせ、別の株式付与の方法に置き換えられる可能性がある（Carter, Lynch, and Tuna, 2007）。なお、未公開会社においては、特例（本源的価値の見積もり）が認められており、費用計上が回避される可能性が残る。

アメリカの大会社では、1998年から2012年に20%から70%の割合で権利確定の条件を明記する株式報酬制度の導入が増加している (Bettis, Bizjak, Coles, and Kalpathy, 2018)。勤務年数のような時間による権利確定 (time-vesting) だけを条件とすることが伝統的で主流であったが、現状では業績による権利確定 (performance-vesting) を併記するケースが増えている。

Gerakos, Ittner, and Larcker (2007) は1993年から2002年の業績達成条件を付すストック・オプションを導入するアメリカの128社について、その導入要因を分析している。株式のボラティリティが低いこと、時価簿価比率が低いこと、あるいは新任のCEOが外部から指名 (内部昇進者より未知な部分が多い) されることが業績達成条件を付すオプションの発行要因になっていることを明らかにする。なお、業績達成条件に利用される指標としては株価が最も多く (50.78%)、その次に会計数値 (27.34%) になっている。

Bettis, Bizjak, Coles, and Kalpathy (2010) は、業績条件には権利確定条件付規定 (contingent-vesting provisions) と加速的権利確定規定 (accelerated-vesting provisions) があることを示す。前者は、1つあるいはそれ以上の業績のハードルを達成することを要求するもので、後者は、特定の業績条件が満たされる場合に早期にストック・オプションの行使が可能となることを規定するものである。Bettis, Bizjak, Coles, and Kalpathy (2010) のアメリカの調査において、ストック・オプション (714件) と譲渡制限付株式 (269件) の付与において、555件が権利確定条件付規定を設定しており、428件が加速的権利確定規定を設定している。利用されている業績指標としては、株価のみが455件、会計数値のみが221件、両者の併用が48件で、非財務データが66件であった。

Bettis, Bizjak, Coles, and Kalpathy (2010) によると、業績達成条件は、新たなCEOが着任する場合に利用される。また、株式のボラティリティが高い場合にもその傾向が強くなるが、運の良い業績達成を避けるために業績ハードルは高くなっている。株式リターンの悪化時にも業績条件を付す報酬を与える傾向は強くなることが指摘されている。Abernethy, Kuang, and Qin (2015) では、経営者パワーが強い企業、つまり、コーポレート・ガバナンスが弱い企業では、業績達成による権利確定条件付ストック・オプション (PVSO; performance-vested stock option) において容易なターゲットが設定されることを明らかにしている。

株式リターンの分散に対して株価指標以外のリターンの分散が低くなるほど、株価以外の指標 (主に、会計数値) が株価よりもノイズの小さい業績尺度である可能性は高くなる。Core and Packard (2017) は、そのような場合に、報酬パッケージにおける株価以外のパフォーマンスによる報酬のウェイトが高まることを明らかにする。これは、オプション価値の費用化を要求する米国財務会計基準第123号改訂版 (FAS 123R) 「株式に基づく報酬の会計処理」が公表されて以降顕著である。ストック・オプションの費用化にともなって、それ以前に比べて、株価以外の指標に基づく権利確定条件付報酬が利用されやすくなっている。

以下で述べるように、わが国の有償ストック・オプションでは、設計上、時間による権利確

定の条件に加え、業績による権利確定の条件を付すことが一般的である。松尾・西村・中島・土屋（2017, p.496）は業績による権利確定を条件づける効果として次の2点をあげている。第1に、業績向上や株価向上に対するより適切なインセンティブ付与が期待されること、第2に、結果としてオプションの理論価値（つまり、付与時に新株予約権者から払い込まれる金額）が低く抑えられること、である。このような効果が開示情報の内容から観察されるかどうかを見ていこう。

3. 有償ストック・オプションの発行とその開示情報の内容

3. 1. 有償ストック・オプションの発行企業

本節では、有償ストック・オプションに関して実際の発行事例の内容を調査していく。サンプルは、企業情報データベースeol（株式会社プロネクサス）の全文検索によって抽出している。TDnet書類（大項目）のその他の適時情報（中項目）において、「有償ストック・オプション」（中黒（中点）のない場合も含む）、「有償新株予約権」、あるいは「有償時価発行新株予約権」で検索を行っている。対象企業は、これらの文字がタイトルに含まれる2008年初めから2017年末までに有償ストック・オプションの適時情報を開示している上場企業である。サンプル期間中に上場廃止した企業と金融機関に属するものは除外している。開示文書から得られる情報内容を手入力によってデータベース化している。

選択された企業は表1にあるように531企業・年である。分析期間中に新株予約権（有償ストック・オプション）を初めて（1回目）発行している企業は331社で、2回目以降も発行している企業は延べで200社存在する¹¹⁾。サンプル期間中に9回の発行を行っている企業が1社

表1 有償ストック・オプションの発行社数

年	1回目	2回目	3回目	4回目	5回目	6回目	7回目	8回目	9回目	計
2008	2									2
2009	3									3
2010	4									4
2011	20	2								22
2012	34	2	2							38
2013	39	11		1						51
2014	56	25	9		1					91
2015	69	26	12	5	1					113
2016	56	27	13	6	2	1				105
2017	48	25	12	11	1	1	2	1	1	102
計	331	118	48	23	5	2	2	1	1	531

11) 日本公認会計士協会の会計制度委員会研究報告第15号「インセンティブ報酬の会計処理に関する研究報告」では、2010年1月1日から2018年5月31日までに362社（合計524回）の発行が確認されている。調査期間が異なるが、サンプルには大きな差はないと考えられる。ウィリス・タワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行株式会社（2017）の調査の動向とも似ている。

存在する。年度別では、2015年以降に発行企業の合計が100社を超えている。サンプルには、株式市場における相場が急激に変動したことや事務手続きなどの不備が判明したことなどで、決議を取り消したり、発行を中止したりする事例が6件含まれている。

3. 2. 有償ストック・オプションに関する適時開示情報

3. 2. 1. 企業の属性と有償ストック・オプションの付与対象者

上記のサンプルを対象にして、有償ストック・オプションを発行した企業の属性を考察しよう。表2には有償ストック・オプションを導入する企業の属性を示すために、第1回目の発行について、その企業の属する業種、市場区分、および監査契約を締結している監査法人を記載している。ただし、上記のデータはいずれも2017年12月末時点のものが示されていることに注意されたい。

表2 パネルAの所属業種において、情報・通信業の102件(30.8%)とサービス業の76件(23.0%)で全体の過半数を超える。情報・通信業ではソフトウェア開発のための開発費や人件費の負担が大きいことが有償ストック・オプションの導入を促進しているかもしれない。続いて小売業の34件(10.3%)、不動産業の27件(8.2%)となっている。医薬品と電気機器が10件を上回っているが、全体的に、製造業では有償ストック・オプションの導入に積極性があるとは見えない。

表2 パネルBにおいて、市場区分としては東証第一部が144件(43.5%)、ジャスダックのグロースとスタンダードが合計で76件(22.9%)、東証マザーズが71件(21.5%)、東証第二部が33件(10.0%)になっている。この分類には東証第一部と名証第一部など重複上場の企業もあるが、そのことは省略して東証を優先させている。株式交付信託や譲渡制限付株式報酬のような現物株式報酬の導入企業は東証第一部での割合が高いが(乙政, 2019)、有償ストック・オプション

表2 有償ストック・オプションの発行企業の業種・市場区分・監査法人

パネルA: 所属業種		パネルB 市場区分		パネルC 監査法人	
業種	社数	上場場	社数	監査法人名	社数
情報・通信業	102 (30.8%)	ジャスダック (グロース)	15 (4.5%)	四大監査法人	
サービス業	76 (23.0%)	ジャスダック (スタンダード)	61 (18.4%)	有限責任監査法人トーマツ	80 (24.2%)
小売業	34 (10.3%)	東証マザーズ	71 (21.5%)	新日本有限責任監査法人	68 (20.5%)
不動産業	27 (8.2%)	東証第一部	144 (43.5%)	有限責任あずさ監査法人	53 (16.0%)
卸売業	20 (6.0%)	東証第二部	33 (10.0%)	PwC あらた有限責任監査法人	10 (3.0%)
医薬品	13 (3.9%)	福岡	1 (0.3%)	小 計	211 (63.7%)
電気機器	10 (3.0%)	名証第二部	1 (0.3%)	その他の監査法人	
精密機器	9 (2.7%)	名古屋セントレックス	5 (1.5%)	太陽有限責任監査法人	22 (6.6%)
建設業	8 (2.4%)	計	331 (100.0%)	三優監査法人	11 (3.3%)
食料品	8 (2.4%)			東陽監査法人	9 (2.7%)
機械	7 (2.1%)			監査法人アヴェンティア	7 (2.1%)
化学	6 (1.8%)			優成監査法人	5 (1.5%)
金属製品	4 (1.2%)			清和監査法人	5 (1.5%)
その他製品	4 (1.2%)			アスカ監査法人	4 (1.2%)
ガラス・土石製品	1 (0.3%)			海南監査法人	4 (1.2%)
水産・農林業	1 (0.3%)			UHY 東京監査法人	4 (1.2%)
電気・ガス業	1 (0.3%)			その他	49 (14.8%)
計	331 (100.0%)			小 計	120 (36.3%)
				計	331 (100.0%)

注: 業種・市場区分・監査法人のデータは発行年度に関係なく2017年12月末時点のものである。業種分類はcolによる。

ンの活用においては相対的に新興市場に属する企業の割合が高いといえる。

表2 パネルCは補足的な情報ではあるが、四大監査法人とその他の監査法人のシェアが示されている。四大監査法人のほうがクライアントの規模が大きい傾向があるが、四大監査法人と監査契約を締結しているものがサンプル中211件で約64%を占め、新興市場に属する企業との契約も多く観察される。残りの約36%の企業はその他の監査法人との契約関係がある。

有償ストック・オプションの新株予約権者の対象者がどの職にあるのかを表3に一覧にしている。少なくとも発行企業の取締役と発行会社の従業員の両方に付与される組み合わせ（表3の区分A）が361件（68.0%）と最も多くなっている。発行企業に絞ると取締役だけに付与されているケース（表3の区分B）は123件（23.1%）である。発行企業の取締役以外を対象としないケースは60件（11.30%）で全体では多くなく、有償ストック・オプションはグループを含めた結束力を高めるために利用されているといえる。不明の1件を除くと、発行企業の取締役が新株予約権者にならないケースは46件で全体の10%に満たない（表3の区分C）。なお、「その他」

表3 有償ストック・オプションの新株予約権の対象者

区分	発行企業 取締役	発行企業 従業員	発行企業の子 会社取締役	発行企業の子 会社従業員	その他	不明	計
A	○	○	○	○			62 (11.68%)
	○	○	○	○	○		60 (11.30%)
	○	○	○				6 (1.13%)
	○	○	○		○		10 (1.88%)
	○	○		○			12 (2.26%)
	○	○		○	○		4 (0.75%)
	○	○					118 (22.22%)
	○	○			○		89 (16.76%)
B	○		○				13 (2.45%)
	○		○		○		17 (3.20%)
	○		○	○	○		2 (0.38%)
	○						60 (11.30%)
	○				○		31 (5.84%)
C		○	○				3 (0.56%)
		○	○		○		1 (0.19%)
		○		○			4 (0.75%)
		○					18 (3.39%)
		○			○		4 (0.75%)
			○	○			1 (0.19%)
			○	○	○		3 (0.56%)
			○				1 (0.19%)
				○			1 (0.19%)
D					○		10 (1.88%)
						○	1 (0.19%)
計							531 (100.00%)

注:その他には、監査役、執行役員、孫会社取締役、取引先、社外協力者等が含まれる。区分Aは、少なくとも発行企業の取締役と従業員の両方に付与されるケース。区分Bは、発行企業については、取締役だけに付与されるケース。区分Cは、発行企業の取締役が付与されていないケース。区分Dの1件は不明である。

には、監査役、執行役員、孫会社取締役、取引先、社外協力者等が含まれる。

3. 2. 2. 有償ストック・オプションの発行の開示情報内容

表4では、有償ストック・オプションの適時開示の文書に記述されている発行内容を示している。第1に、表4パネルAは株式の希薄化（発行済株式総数に対する新株予約権がすべて行使された場合に増加する普通株式の総数の割合）への影響である。平均値は5.03%で、中央値は2.98%である。多くの開示文書では、「株式の希薄化への影響は合理的なもの」、「株式の希薄化は合理的な範囲のもの」、あるいは「株式の希薄化への影響は限定的なもの」と表現されているが、希薄化効果を有する潜在株式が存在するので、1株当たり利益が大きく低下するケースもある。最大値となっている企業でも目標株価への達成に対する意識の向上を図るために、当該発行規模は合理的な数値であると述べられているので、このような文言は定型化されたものであるかもしれない。

第2に、有償ストック・オプションの発行に関して「公表日と割当日の間の日数」、「割当日と行使期間開始日の間の日数」、および「行使期間の日数」を測定している。一般的に、有償ストック・オプションの公表日は取締役会で新株予約権の発行を決議した日である。割当日とは、有償ストック・オプションが付与される日のことである。行使期間とは有償ストック・オプションの付与に対して取締役・従業員等がその権利を行使できる期間のことで、通例、行使

表4 有償ストック・オプションの発行内容

パネル A: 株式の希薄化						
	最小値	第1四分位数	中央値	平均値	第3四分位数	最大値
希薄化	0.01%	1.48%	2.98%	5.03%	5.65%	43.40%
パネル B: 公表日と割当日の間の日数, 割当日と行使期間開始日の間の日数, および行使期間の日数 (単位: 日)						
	最小値	第1四分位数	中央値	平均値	第3四分位数	最大値
公表日と割当日の間の日数	0	16	19	24.5	29	98
割当日と行使期間開始日の間の日数	0	208	398	518	791	2,298
行使期間の日数	27	1,094	1,641	1,851	2,275	12,052
パネル C: 発行価額 (単位: 円)						
	最小値	第1四分位数	中央値	平均値	第3四分位数	最大値
1個当たり発行価額	2	300	891	3,320.3	2,600	185,000
1個当たり発行価額/1個当たり株数	0.02	4.0	10.3	291.3	35.8	20,014
1個当たり発行価額/前日終値	0.02%	22.2%	89.4%	312.2%	200.5%	17,978.6%
1株当たり発行価額/前日終値	0.001%	0.5%	1.0%	2.8%	2.2%	29.8%
パネル D: 1株当たり行使価額と前日終値 (単位: 社)						
	社数					
前日終値 = 行使価額	460					
前日終値 < 行使価額	35					
前日終値 > 行使価額	36					
	531					

注: 希薄化とは、発行済株式総数に対する新株予約権がすべて行使された場合に増加する普通株式の総数の割合のことである。

前日終値とは、新株予約権の発行に係る取締役会決議日の前取引日の証券取引所における普通株式の終値のことである。

行使期間とは、新株予約権を行使することができる期間のことである。

発行価額とは、新株予約権と引換えに新株予約権者が払い込む金額のことである。

行使価額とは、新株予約権の行使による交付を受けることができる株式1株当たりの払込金額のことである。

1個当たり発行価額/前日終値の最大値は、前日終値が1,029円で、1個当たり発行価額が185,000円（付与株数1,000株）である。

期間の開始日の前日が権利確定日となる¹²⁾。表4 パネルBによると、公表日と割当日の期間は平均値（中央値）で19日（24.5日）となっている。全体の75%は公表日から30日以内に割当日になる。割当日と行使期間開始日の期間は平均値（中央値）で518日（398日）で1年以上の期間がある。最大では2,298日で、6年間の期間を設けているケースが存在する。行使期間については、平均値（中央値）は1,851日（1,641日）であり、新株予約権を行使することが可能な期間は約5年間となっている。

第3に、発行価額の開示情報内容を表4 パネルCに提示している。発行価額は新株予約権と引換えに新株予約権者が払い込む金額のことで、1個当たり（ほとんどのケースで1個当たりの付与株式数は100株）の発行価額の平均値（中央値）は3,320円（891円）で、1株当たりに換算すると、平均値（中央値）は291.3円（10.3円）になる。前日終値（新株予約権の発行に係る取締役会決議日の前取引日の証券取引所における普通株式の終値）と1株当たりの発行価額を比較した場合、1株当たり発行価額は、前日終値の1.0%（中央値）となっている。この金額は、第三者評価機関への依頼によって算定されるが、算定には一般的なオプション価格評価モデルであるモンテカルロ・シミュレーションや多変量数値解析法などが用いられる。追加して言えば、この金額が取締役や従業員等にとって資金負担として受け入れることができる水準であるといえる。

有償ストック・オプションには、下記で調査する業績条件の達成がなければストック・オプションの行使が不可能となるような条項等が付される。将来における行使の確実性が担保されないとはいえ、業績達成条件を課すことによって発行価額が低く設定される傾向がみられる。権利行使されなかった場合、発行価額分の損失を被ることになるので、通常型ストック・オプションよりは企業価値を高めるインセンティブが強くなると考えられる。

第4に、行使価額と上記の前日終値とを比較したものを表4 パネルDに示す。行使価額とは、新株予約権の行使による交付を受けることができる株式1株当たりの払込金額のことである。この額に付与株式数を乗じた金額となるのが新株予約権の行使に際して出資される財産の価額となる。パネルDにある通り、1株当たりの行使価額は前日終値と同じであるケースが大多数であり、460件（86.6%）が前日終値を行使価額として採用している。

行使価額が前日終値を上回るケースは35件で、逆のケースは36件である。有償ストック・オプションにおいて行使価額が公表日の前日株価よりも著しく低い水準に下げて発行される事例（行使価額を1円とするものが7件）もある。そのような企業では、株価が下落する局面においても新株予約権対象者の意欲や士気を高めるようなインセンティブ機能が働くように設定するという点が強調されている。

12) 「権利確定日」とは、権利の確定した日をいう。ストック・オプション会計基準第2項(7)では、権利確定日が明らかではない場合には、原則として、ストック・オプションを付与された従業員等がその権利を行使できる期間の開始日の前日を権利確定日とみなす。

3. 2. 3. 有償ストック・オプションの権利確定条件

有償ストック・オプションにおいて業績（株価を含む）をベースとする権利確定条件が付されているケースについて、その条件の具体的な内容を考察しよう。

表5 パネルAに有償ストック・オプションで用いられる業績指標とその件数が示されている。Gerakos, Ittner, and Larcker (2007) や Bettis, Bizjak, Coles, and Kalpathy (2010) とは異なり、日本では利益数値のみを用いるケースが244件 (46.0%) で最も多い。利益数値には営業利益や経常利益を利用することが多く、その累計額が利用されることもあれば、セグメント利益が用いられることもある。黒字の達成を条件とするケースもある。利益数値に株価や行使価額を併用するケースは99件 (18.6%) ある。利益数値にその他を組み合わせるケースは35件 (22.8%) ある。調査時点ではストック・オプションの付与に関する費用化はまだ行われていないが、利益数値が業績条件の重要な役割を果たしていることは興味深い。

売上高をベースとするケースは25件 (4.7%) で、非GAAP利益であるEBITDAをベースとするケースは52件 (6.6%) である。EBITDAはのれん償却額や減価償却費等を除く営業利益で計算される。株価のみを利用するケースは12件 (2.3%) で¹³⁾、行使価額のみを利用するケースは45件 (8.5%) である。ある指標と行使価額とを併用するケースを合計すると86件 (16.2%) ある。会計数値と行使価額を併用する場合、会計数値の条件が満たされていても行使価額の条件が満たされなければ新株予約権を行使することはできない。

行使価額による評価指標は行使価額に何%かを乗じた値が基準値となることがほとんどである。平均では行使価額の58%を乗じた額が基準値となっているが、行使価額の100%を超える基準値が設定される場合、一定期間に株式の普通取引の終値が一度でもそれを超過すると新株予約権者は権利を行使することができる。一定の業績水準の達成により権利行使が可能となる条件をロックイン型という (中村, 2017, p.121)¹⁴⁾。また、行使価額の100%未満の数値を乗じた基準値の場合、一定期間に普通株式の終値が一度でもその基準値に抵触すると、新株予約権者は残存するすべての新株予約権を行使価額にて行使しなければならないことがある。一定の業績（株価）水準を下回る場合に権利行使が不可能となる条件はロックアウト型と呼ばれている (中村, 2017, p.121)。

時価総額やROEを利用するケースは数少ない。有利子負債を業績条件に加えるケースも少ないが利用されることがある。なお、表5 パネルAのその他は、現状の職位にあるかどうか、生存しているかどうかなどが条件となっているものである。

表5 パネルBはそれぞれの業績に対する行使条件をまとめたものである。「行使期間前」と

13) 株価に関連する指標として、アメリカの企業ではTSR (total shareholder return) が利用される割合が高い (内ヶ崎・柏岡・野崎・霧生, 2017)。

14) 連続して5取引日の終値が行使価額の一定水準以上を上回っている限り行使可能というような継続性が要求されることもある (中村, 2017, p.121)。

表5 有償ストック・オプションの権利確定条件

パネル A:業績指標		パネル B:行使条件				
業績指標	件数	行使期間前	権利行使可能割合	下限	強制行使条件	勤務(在籍)条件
利益数値	244 (46.0%)	109	124	24	0	223
利益数値＋売上高	21 (4.0%)	13	10	1	0	17
利益数値＋EBITDA	1 (0.2%)	1	0	0	0	0
利益数値＋株価	33 (6.2%)	11	6	7	0	26
利益数値＋行使価額	66 (12.4%)	27	20	18	14	55
利益数値＋CF	1 (0.2%)	1	1	0	0	1
利益数値＋有利子負債	3 (0.6%)	2	2	0	0	3
利益数値＋売上高＋株価	1 (0.2%)	1	0	1	0	1
利益数値＋売上高＋行使価額	6 (1.1%)	2	4	2	2	6
利益数値＋行使価額＋CF	1 (0.2%)	0	0	0	1	0
利益数値＋CF＋有利子負債	1 (0.2%)	1	0	0	0	1
売上高	12 (2.3%)	7	7	0	0	11
売上高＋EBITDA	3 (0.6%)	1	2	0	0	2
売上高＋株価	4 (0.8%)	1	2	2	1	4
売上高＋行使価額	2 (0.4%)	2	0	0	0	2
売上高＋有利子負債	1 (0.2%)	1	0	0	0	1
売上高＋EBITDA＋株価	2 (0.4%)	0	2	2	0	2
売上高＋有利子負債＋株価	1 (0.2%)	1	0	1	0	1
EBITDA	40 (7.5%)	13	21	6	0	33
EBITDA＋株価	2 (0.4%)	0	2	1	0	2
EBITDA＋行使価額	8 (1.5%)	1	5	5	0	4
EBITDA＋時価総額	1 (0.2%)	0	0	0	0	1
EBITDA＋ROE	1 (0.2%)	1	0	0	0	1
株価	12 (2.3%)	0	0	7	5	6
行使価額	45 (8.5%)	0	0	6	45	10
時価総額	1 (0.2%)	0	0	0	0	0
時価総額＋行使価額	2 (0.4%)	0	0	2	1	0
時価総額＋CF	2 (0.4%)	0	0	0	0	0
ROE	3 (0.6%)	0	2	0	0	3
その他	10 (1.9%)	0	0	0	0	6
その他＋行使価額	1 (0.2%)	0	1	0	1	0
計	531 (100.0%)	196	211	85	70	422

注:CF は営業活動によるキャッシュ・フローやフリー・キャッシュ・フローを示す。

EBITDA はのれん償却額や減価償却費を除く営業利益で計算されるケースが多いが、研究開発費を除くケースもある

いうのは、行使期間前に業績目標を達成しなければ、権利行使ができないケースをカウントしたものである。全体では196件（36.9%）存在する。多くは利益数値のみの設定の場合で、109件（20.5%）存在する。「権利行使可能割合」（Appendix 1 参照）では、掲げられる各水準に業績が達した場合に、新株予約権の付与対象者に割り当てられた新株予約権のうち、定められた割合の個数を権利行使することができるといった条項が定められている。これも利益数値のみを業績指標とする場合に多い。

「下限」は行使価額を除く業績水準の閾値 (threshold) が明記されているケースを示す¹⁵⁾。この条項では利益や売上高の数値が下限に満たない限り権利行使を行うことができない (Appendix 1 参照)。「強制行使条件」は、株価の一定水準あるいは行使価額に一定パーセントを乗じた値を下回った場合に、新株予約権を強制行使することが義務づけられている場合を示す (Appendix 2 参照)。これは株価下落に対する責任を明確にするために設定されているが、先述のように、期限内 (たとえば1年以内や行使期間の満了日まで) に残存するすべての新株予約権を行使価額で行使しなければならない。

権利行使時に取締役または従業員等であることを要求する「勤務 (在籍) 条件」は422件 (79.5%) でほとんどの企業に付されている。任期満了や定年退職などの正当な理由がある場合は取締役会が認めた場合に権利行使を行うことができることがある。権利確定付条件の厳しさはどのような要因で決定され、その厳しさは発行価額とどの程度関係しているかは今後の検討課題である。

なお、権利確定条件 (業績条件や勤務条件) が達成されなかったことによって、権利行使されないことが確定することを「権利不確定による失効」(ストック・オプション会計基準第8号第2項 (13)) という¹⁶⁾。このような権利不確定による失効が生じた場合、失効が確定した期に、特別利益として失効に相当する金額が新株予約権戻入益に計上される。また、権利確定条件が満たされなかったために、取締役会の決議により新株予約権の残りをすべて無償で取得することによって、あるいは新株予約権者より権利を放棄する旨の申し出がなされることによって消滅することもある (会社法第287条)。残存する新株予約権のすべてを取得し、それを会社法第276条に従い自己新株予約権として消却するケースもある。サンプルのうち29件が業績条件の抵触により上記のような行使の失効、消滅、消却を行っている。

4. 有償ストック・オプションの導入に対する株式市場の反応

通常型ストック・オプションの導入に関して日本の株式市場の反応を調査した研究はすでにある。松浦 (2001) は1997年5月から2000年5月までにストック・オプション制度を導入した東証1部上場会社121社の調査を行っている。インセンティブ報酬の導入による公表効果であるが、公表日と公表翌日に有意にプラスの市場反応が見られた。新株予約権者が一般従業員および取締役であるものと取締役のみである場合に、後者のほうで平均異常株式リターンが有意に高くなっていることもわかっている¹⁷⁾。

15) 上限 (ceiling) と併用するケースも存在するが、上限のみを設定するケースもある。

16) 失効には、権利行使期間中に行使されなかったことによるものもある (高田, 2017, p.221)。

17) アメリカにおいて、Larcker (1983), Tehranian, Travlos, and Waagelein (1987), およびKumar and Sopariwala (1992) は、経営者に長期的視野をもたせる長期インセンティブ報酬の導入がプラスの株式市場の反応をもたらすことを指摘している。逆に、Gaver, Gaver, and Battistel (1992) は、1970年代の209件の長期インセンティブ報酬の導入において、有意な市場反応がないことを報告している。

Kato, Lemmon, Luo, and Schallheim (2005) は、1997年から2001年にストック・オプション制度を導入した日本の344社について、累積異常株式リターンが $[-2, +2]$ の区間で約2%であり、統計的に有意にプラスであることを明らかにする。この結果は、株主がストック・オプションの導入に好意的であることを示す。彼らは初回のストック・オプションの発行が2回目以降の発行よりもわずかに高く市場で評価されていることも示唆する。

設定した業績達成を条件とする有償ストック・オプションは、通常型ストック・オプションよりも企業価値の向上に対するインセンティブが取締役や従業員等に強く働く可能性がある。有償ストック・オプションの導入が通常型ストック・オプションの導入と同様に株主と取締役等の利害を一致させるために有効であると考えられるならば、有償ストック・オプションの導入についての適時開示に対して株式市場の反応はプラスになると予測される。市場が合理的であれば、有償ストック・オプションの発行の影響が即座に株価に反映されるはずである。

有償ストック・オプションの発行について、その公表に対する株式市場の反応を調査する。株価データはNikkei Financial QUEST（日経メディアマーケティング）から入手している。まずは各個別株式リターンが市場リターンを上回る部分、すなわち市場調整済株式リターン

表6 有償ストック・オプション1回目発行と2回目以降発行のAMARとCAMAR

イベント 日	パネルA:1回目の有償ストック・オプションの発行サンプル				パネルB:2回目以降の有償ストック・オプションの発行サンプル			
	AMAR	t 値	CAMAR	t 値	AMAR	t 値	CAMAR	t 値
-10	0.06%	0.26	0.06%	0.26	-0.10%	-0.36	-0.10%	-0.36
-9	0.33%	1.68 *	0.40%	1.27	0.18%	0.70	0.08%	0.19
-8	-0.07%	-0.34	0.33%	0.94	0.26%	1.09	0.34%	0.63
-7	-0.12%	-0.58	0.22%	0.58	0.07%	0.26	0.41%	0.72
-6	-0.16%	-0.83	0.09%	0.21	0.22%	0.81	0.64%	0.92
-5	-0.22%	-1.16	-0.15%	-0.30	-0.36%	-1.48	0.28%	0.38
-4	0.31%	1.34	0.13%	0.28	0.21%	0.79	0.48%	0.60
-3	-0.02%	-0.10	0.13%	0.25	0.03%	0.12	0.51%	0.62
-2	-0.05%	-0.24	0.08%	0.15	0.21%	0.77	0.72%	0.86
-1	0.49%	2.34 **	0.63%	1.01	0.17%	0.86	0.89%	1.10
0	0.35%	1.10	0.93%	1.32	-0.16%	-0.51	0.73%	0.86
1	-0.21%	-1.00	0.70%	0.94	0.09%	0.36	0.82%	0.94
2	0.19%	0.84	0.89%	1.18	0.19%	0.69	1.01%	1.16
3	0.30%	1.48	1.19%	1.51	0.28%	1.03	1.37%	1.46
4	0.67%	2.85 ***	1.86%	2.13 **	0.00%	0.00	1.37%	1.38
5	-0.04%	-0.18	1.85%	1.99 **	0.29%	1.10	1.65%	1.58
6	0.14%	0.59	2.01%	2.16 **	0.19%	0.85	1.84%	1.70
7	0.34%	1.38	2.33%	2.40 **	-0.20%	-0.89	1.60%	1.51
8	0.31%	1.28	2.62%	2.58 **	0.12%	0.49	1.72%	1.57
9	0.25%	1.28	2.76%	2.61 **	0.33%	0.95	2.05%	1.78 *
10	0.22%	1.04	2.96%	2.64 ***	-0.21%	-0.91	1.84%	1.68 *

注: 終値を取得できなかったサンプルは計算に含めていない。

*両側検定で10%水準有意, **両側検定で5%水準有意, ***両側検定で1%水準有意

(market-adjusted return; MAR) を異常株式リターンとして算定する。株式の流動性の低い新興市場が多くサンプルに含まれているので、イベント・スタディの方法によって係数を推計する場合の極端なバイアスを避けることを考慮する (奥村, 2014, 第3章)¹⁸⁾。

次に、 t 日における N 社の平均市場調整済株式リターン (AMAR) を算定する。市場区分に応じて異なる市場インデックスが用いられている。表6には、-10日から+10日におけるAMARとその期間にわたる累積平均市場調整済株式リターン (CAMAR) を示している。なお、大引けの15:00以降に公表された場合は公表日翌営業日を $t=0$ と設定している。

サンプルは、①1回目の有償ストック・オプションを発行したものと、②2回目以降の有償ストック・オプションを発行したものに分けている。表6パネルAにおいて、①の-1日のAMARは統計的に有意で、市場調整済リターンがゼロであるという帰無仮説は棄却される。ところが、公表日と公表日後の0日と+1日は有意ではない。+4日以降のCAMARは統計的に有意にプラスである。表6パネルBにおいて、②のAMARが有意になっている日は存在しないが、CAMARは+9日と+10日では10%水準で統計的に有意になっている。いずれの場合でも有償ストック・オプションの発行の公表日周辺で株式市場の反応は小さい。

表7は、公表日前から公表日後にかけてのCAMARの結果を区分別に示している。表7パネルAの1回目の有償ストック・オプションの発行サンプルでは、-1日から+1日 $[-1;+1]$ と-2日から+2日 $[-2;+2]$ において統計的に有意にゼロと異なるという結果にはなっていない。-5日から+5日 $[-5;+5]$ のCAMARは1.79%であり5%水準で有意であった。

表7 公表日前から公表日後にかけてのCAMAR

パネル A: 1 回目の有償ストック・オプションの発行サンプル			
イベント・ウインドウ	CAMAR	t 値	N
$[-1;+1]$	0.63%	1.46	331
$[-2;+2]$	0.80%	1.59	331
$[-5;+5]$	1.79%	2.28 **	331
$[-2;+10]$	3.00%	3.40 ***	331
パネル B: 2 回目以降の有償ストック・オプションの発行サンプル			
イベント・ウインドウ	CAMAR	t 値	N
$[-1;+1]$	0.05%	0.10	200
$[-2;+2]$	0.44%	0.78	200
$[-5;+5]$	0.72%	0.83	200
$[-2;+10]$	1.05%	1.19	200

注: 終値を取得できなかったサンプルは計算に含めていない。

両側検定で 5%水準有意, *両側検定で 1%水準有意

18) あるイベントのインパクトを評価するためにイベント・スタディという分析方法を用いることがあるが、これはポピュラーな統計的研究の1つとしてあげられる (Brown and Warner, 1985; MacKinlay, 1997; Kothari and Warner, 2007)。イベント・スタディについては、Cambell, Lo, and MacKinlay (1996) にも詳しい。

[-2; +10] のCAMARは3.00%であり1%水準で有意にゼロと異なる。公表後すぐではないが、株式市場にプラスの影響を与えている可能性はある¹⁹⁾。

しかしながら、2回目以降の有償ストック・オプションの発行サンプルでは、CAMARが徐々にプラスに大きくなっているが、どの期間の区分でも統計的に有意な差は観察されなかった。2回目以降の有償ストック・オプションの発行は初回の発行ほど市場で評価されないといえるが、初回発行サンプルと再発行サンプルにおいてどの設定期間の間でも統計的に有意な差は生まれていない。なお、有償ストック・オプションの発行の公表日が決算発表日（本決算と四半期）と同日であるケースが531件中137件（約25%）存在するので、これらの決算の影響がどちらのサンプルにも含まれていることには注意を要する。

有償ストック・オプションは通常型のストック・オプションよりも取締役や従業員等に強いインセンティブを与えると考えられる。ただし、有償ストック・オプションの設計において、新株予約権者の対象者を誰にするか、権利確定条件をどれほど厳しくするのか、権利確定条件にどの業績指標を用いるのかなど制度設計のプロセスに報酬決定者が関与できる裁量的余地は大きいといえる。通常のストック・オプションに比べて有償ストック・オプションは、株主総会での承認を得る必要はなく、取締役会の決議で機動的に発行することができるというメリットがある。株主にとってはどのような内容の有償ストック・オプションがインセンティブ報酬としてどれほどの効果を発揮するかは不明確であろう。さらに、有償ストック・オプションの発行による希薄化の問題が含まれるので、そのことが株式市場に対してマイナスのインパクトを与えることがあり得る。

5. おわりに

有償ストック・オプションは、取締役（子会社などを含む）や従業員等に公正な評価額による払込金額を支払わせたうえで新株予約権を発行するものである。取締役・従業員等が資金負担する投資という意味でとらえられ、伝統的なストック・オプションのように報酬（労働や職務執行等の対価）として新株予約権が付与されていないと考えられている。そのため、株主総会での承認を得る必要はなく、取締役会の決議で機動的に発行することができるというメリットがある。

一定の利益水準や株価水準を達成する条件が付される有償ストック・オプションはその払込金額（発行価額）が抑制されているが、行使した場合の経済的利得の合計は払込金額の分だけ少なくなる。権利行使されなかった場合には払込価額の分だけ経済的損失を被ることになる。

19) イベント・スタディでは区間を広げても株式市場の反応はなかった。ブルータス・コンサルティング（2013）の公式サイトでも、有償ストック・オプションの発行後の株価変化率に大きな動きがないという証拠がある。

それゆえに、無償で付与される通常型ストック・オプションよりも企業価値を向上させるインセンティブが強く働くかもしれない。

しかしながら、報酬パッケージに有償ストック・オプションを加えることによって、株主の利害に沿うように取締役等を誘導する効果があるかどうかはなお実証的な課題として残る。有償ストック・オプションの設計において、新株予約権者の対象者に取締役以外にどこまで広げるのか、権利確定条件をどれほど厳しくするのか、権利確定条件にどの業績指標を用いるのか、希薄化の問題はどの程度大きいのかなど、制度設計のプロセスに含まれる裁量的余地は大きいと考えられる。そのため、有償ストック・オプションが通常型のストック・オプションほどにはその効果が株主に理解されにくい可能性がある。特に、権利確定条件は企業ごとにバリエーションの幅が広く、どのような権利確定条件が有効な役割を果たすのか、会計数値は業績条件でなぜ重用されるのか、また、将来にどの程度権利行使が行われているかは今後の調査を待たなければならない。

最後に、有償ストック・オプションの導入は定着しつつあるが、2010年から2017年のサンプル期間では有償ストック・オプションについての会計処理方法は未整備のままであった。2018年4月1日以後、通常型のストック・オプションと同様に、その価値を費用として認識し測定することが要求されている。会計上の利益が圧迫される場合、有償ストック・オプションを導入するかどうかは企業の財務戦略に大きな影響を与える可能性がある。ただし、今回の会計処理方法の変更を経ても、有償ストック・オプションを有力なインセンティブ報酬の選択肢として考えている企業はある。このインセンティブ報酬の活用を経緯にはこれからも注目すべきである。

<参考文献>

- Abernethy, M. A., Y. F. Kuang, and B. Qin. 2015. The influence of CEO power on compensation contract design. *The Accounting Review* 90(4): 1265-1306.
- Bettis, C., J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy. 2010. Stock and option grants with performance-based vesting provisions. *The Review of Financial Studies* 23(10): 3849-3888.
- Bettis, C., J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy. 2018. Performance-vesting provisions in executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 66(1): 194-221.
- Brown, S. J. and J. B. Warner. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14(1): 3-31.
- Cambell, J. Y., A. W. Lo, and A. C. MacKinlay. 1996. *The Economics of Financial Markets*. Princeton University Press. 祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治 訳 (2003)『ファイナンスのための計量分析』共立出版。
- Carter, M. E., L. J. Lynch, and I. Tuna. 2007. The role of accounting in the design of CEO equity compensation. *The Accounting Review* 82(2): 327-357.
- Core J. E. and H. A. Packard. 2017. Non-price and price performance vesting provision and executive incentives. SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2547590
- Gaver, J. J., K. M. Gaver, and G. P. Battistel. 1992. The stock market reaction to performance plan adoptions.

- The Accounting Review 67(1): 172-182.
- Gerakos, J., C. Ittner, and D. Larcker. 2007. The structure of performance-vested stock option grants. In R. Antle, F. Gjesdal, and P. J. Liang (eds.), *Essays in Accounting Theory in Honor of Joel S. Demski*. New York: Springer: 227-250.
- Kato, H. K., M. Lemmon, M. Luo, and J. Schallheim. 2005. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics* 78(2): 435-461.
- Kothari, S. P. and J. B. Warner. 2007. Econometrics of event studies. Chapter 1(3-36) in *Handbook of Corporate Finance - Empirical Corporate Finance Volume 1* Eckbo, B. E.(ed.) North-Holland.
- Kumar, R. and P. R. Sopariwala. 1992. The effect of adoption of long-term performance plans on stock prices and accounting numbers. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(4): 561-573.
- Larcker, D. F. 1983. The association between performance plan adoption and corporate capital investment. *Journal of Accounting and Economics* 5(1): 3-30.
- MacKinlay, A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature* 35(1): 13-39.
- Tehrani, H., N. G. Travlos, and J. F. Waegelein. 1987. Management compensation contracts and merger-induced abnormal returns. *Journal of Accounting Research* 25 (Studies on Stewardship Uses of Accounting Information): 51-76.
- ウィリス・タワーズワトソン・三菱UFJ信託銀行株式会社（2017）「株式報酬の導入状況」（掲載日：2017年8月21日，<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2017/08/Stock-based-compensation-implementation-status-survey>），最終閲覧日：2019年10月12日。
- 内ヶ崎茂・柏岡隆夫・野崎真利・霧生拓也（2017）「経営者報酬における業績評価指標選択の留意点 - 米国企業の実証分析を踏まえて -」『商事法務』No. 2148：24-33。
- 奥村雅史（2014）『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社。
- 乙政正太（2017）「会計情報と経営者報酬研究－報酬関連情報の拡充－」Working Paper Series No. 36（関西大学商学会）。
- 乙政正太（2019）「株式報酬に関する開示内容の基礎的調査－株式交付信託と譲渡制限付株式報酬－」Working Paper Series No. 39（関西大学商学会）。
- 企業会計基準委員会企業会計基準適用指針第17号（2007）「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」（掲載日：2007年4月25日，https://www.asb.or.jp/jp/accounting_standards/implementation_guidance/y2007/2007-0425.html），最終閲覧日：2019年10月12日。
- 企業会計基準委員会実務対応報告第36号（2018）「従業員等に対して権利確定条件付き有償新株予約権を付与する取引に関する取扱い」（掲載日：2018年1月12日，https://www.asb.or.jp/jp/accounting_standards/practical_solution/y2018/2018-0112.html），最終閲覧日：2019年10月12日。
- 金 鉉玉・安田行宏・長谷川信久（2011）「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」『東京経大会誌（経営学）』第272巻，59-75。
- 椎葉 淳・瀧野一洋（2010）「ストック・オプションの評価誤差：理論・実証研究からの示唆」『NUCB journal of economics and information science』第54巻第2号，89-107。
- 高田 剛（2017）『実務家のための役員報酬の手引き（第2版）』商事法務。
- 田澤宗裕（2017）「ストック・オプションの公正価値評価におけるインプット情報の裁量的な操作」『年報 経営ディスクロージャー研究』第16号，13-32。
- 田辺総合法律事務所・至誠清新監査法人・至誠清新税理士法人（2017）『役員報酬をめぐる法務会計税務（第4版）』清文社。
- 中村慎二（2017）『新しい株式報酬制度の設計と活用－有償ストック・オプション&リストラクテッド・ストックの考え方』中央経済社。
- 日本公認会計士協会の会計制度委員会研究報告第15号(2019)「インセンティブ報酬の会計処理に関する研究報告」（2019年5月27日，https://jicpa.or.jp/specialized_field/20181214gqg.html），最終閲覧日：2019年10月12日。

- ブルータス・コンサルティング (2013)「有償ストック・オプションの発行は株価に影響を与えるか」(掲載日: 2013年1月30日, https://jicpa.or.jp/specialized_field/20190527zix.html), 最終閲覧日: 2019年10月12日。
- 松浦義昭 (2001)「日本企業のストック・オプション制度導入に対する株式市場の反応」『経営行動科学』第16巻第1号, 25-31。
- 松尾拓也・西村美智子・中島礼子・土屋光邦 (2017)『インセンティブ報酬の法務・税務・会計－株式報酬・業績連動型報酬の実務詳解』中央経済社。
- 山田昌史 (2016)「制度の変遷で理解する株式報酬諸制度のメリット・デメリット」『企業会計』Vol.68, No.5, 64-80。

付記: 本研究は, JSPS科研費JP17K04086 ならびに文部科学省私立大学戦略的研究基盤形成支援事業 (平成26年度～平成30年度) による助成を受けたものである。

＜Appendix 1＞ 権利確定条件が会計ベースの指標になっている事例

ここでは, 有償ストック・オプションの発行例を紹介しておこう。大和ハウス工業株式会社 (東証第一部, 建設業) は, 2016年5月13日に「当社並びに当社子会社経営幹部に対する募集新株予約権 (有償ストック・オプション) の発行に関するお知らせ」を公表している²⁰⁾。そこでの新株予約権の行使の条件は, 第5次中期経営計画に掲げる業績目標に準じて設定されている。業績指標としては連結営業利益が利用され, 図aの下部に表示されているように, 2018年3月期に2,550億円, 2019年3月期に2,650億円, 2020年に2,800億円の予想値が中期経営計画として掲げられている。3年間の累計額は8,000億円であり, この額を基礎に行使可能割合が設定されている。8,000億円が上限 (ceiling) であり, これを超えても行使可能割合は増えない。

図aに示すように, 2017年3月期から2019年3月期の連結営業利益の累計額が7,600億円を超過した場合の行使可能割合は30% (735,000株) で, 同期間の営業利益の累計額が7,800億円を超過した場合の行使可能割合は60% (1,470,000株) で, 同期間の営業利益の累計額が8,000億円を超過した場合の行使可能割合は100% (2,450,000株) となる。行使期間 (2019年5月1日から2022年3月31日) 開始前までに業績条件を満たした場合に権利行使が可能となる。ただし, 営業利益が2017年3月期から2019年3月期のいずれかの期に2016年3月期の実績営業利益 (2,431億円) を下回った場合, 一切の行使は認められず, 強制行使も停止される。このケースでは2,431億円が下限, つまり閾値 (threshold) である。

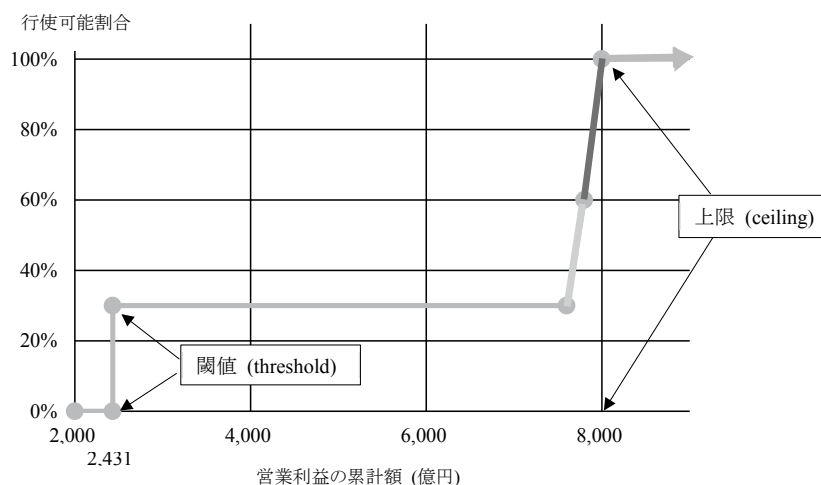
また, 株式会社セレス (東証第一部, 情報・通信業) のように, 一定の期間内に業績が達成されれば行使可能となるケースもある (「募集新株予約権 (有償ストック・オプション) の発

20) 新株予約権1個あたりの発行価額は5,700円で, 1個当たりの株式の数 (付与株式数) は普通株式100株となっている。新株予約権の行使に際して出資される財産の価額 (行使価額) は1株当たり3,017円 (発行価額等決定時の前取引日の普通株式の終値と同額) である。

21) 新株予約権1個あたりの発行価額は700円で, 1個当たりの株式の数 (付与株式数) は普通株式100株となっている。新株予約権の行使に際して出資される財産の価額 (行使価額) は1株当たり1,547円 (新株予約権発行に係る取締役会決議日の前日終値と同額) である。

行に関するお知らせ」2017年3月17日付²¹⁾。セレスでは、新株予約権者（セレスの取締役及び従業員）は2019年12月期から2021年12月期までのいずれかの期においてEBITDA（営業利益、減価償却費、のれん償却額及び持分法による投資損益の合計額）が、特定の金額を超過した場合に行使可能となる。

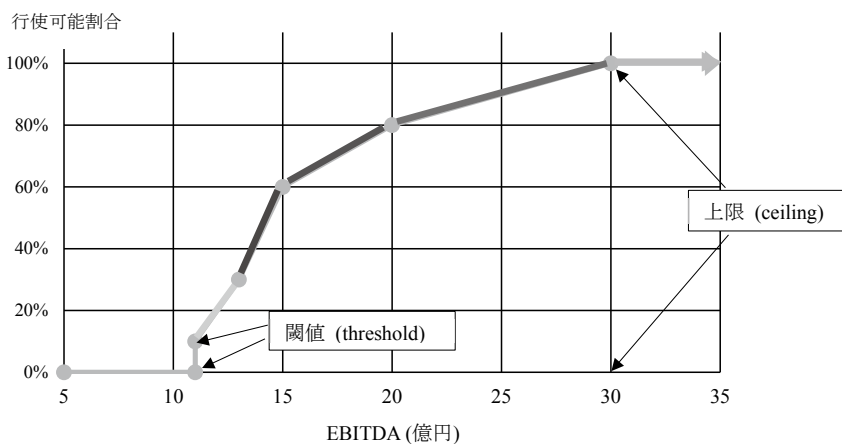
図bに示すように、EBITDAの範囲が5段階に分かれている。つまり、①EBITDAが11億円を超過した場合は行使可能割合が10%（28,200株）、②EBITDAが13億円を超過した場合は



中期経営計画の業績目標

	中期経営計画の連結営業利益	業績目標値の累計額
2016年3月期 (実績)	2,431 億円	
2017年3月期 (予想)	2,550 億円	
2018年3月期 (予想)	2,650 億円	5,200 億円
2019年3月期 (予想)	2,800 億円	8,000 億円

図a 大和ハウス工業の有償ストック・オプションの業績条件



図b セレスの有償ストック・オプションの業績条件

行使可能割合が30% (84,600株), ③EBITDAが15億円を超過した場合は行使可能割合が60% (169,200株), ④EBITDAが20億円を超過した場合は行使可能割合が80% (225,600株), ⑤EBITDAが30億円を超過した場合, 行使可能割合が100% (282,000株) となる。このケースでは11億円のEBITDAが閾値 (threshold) であり, 30億円が上限である。

行使期間は2020年4月1日から2024年4月5日までとなっている。行使不可能となる下限は表示されていないが, 直近の決算 (2017年12月期) におけるEBITDAは10.96億円である。

<Appendix 2> 権利確定条件が株価ベースの指標になっている事例

ピクセルカンパニーズ株式会社 (JASDAQ, 卸売業) は, 2016年12月9日 (終値567円) に, 本社及び子会社の取締役, 監査役及び従業員に有償ストック・オプションを発行することを公表 (「有償ストック・オプション (新株予約権) の発行に関するお知らせ」) している²²⁾。そこでの業績に関する行使条件は株価指標のみである。2016年12月26日 (終値443円) 以降, 金融商品取引所における普通株式の普通取引終値が一度でも628円を超えた場合にのみ新株予約権を行使することができるノックイン型となっている。また, 割当日から新株予約権の行使期間が満了するまでの間に, 金融商品取引所における普通株式の普通取引終値が一度でも157円を下回った場合, 新株予約権を行使することはできないというノックアウト型の条件が付されている。

株価が一定水準 (通例, 行使価額に対する割合) を下回った場合に強制的に権利行使させられる条項が含まれることもある。たとえば, 株式会社AMBITION (東証マザーズ, 不動産業) は2017年11月16日に, 本社及び子会社の取締役と従業員に対して有償ストック・オプションの発行に関する適示開示 (「募集新株予約権 (有償ストック・オプション) の発行に関するお知らせ」) を行っている²³⁾。権利行使の条件であるが, 割当日から新株予約権の行使期間の終期に至るまでの間に東京証券取引所における普通株式の普通取引終値が一度でも行使価額 (1,304円) に50%を乗じた価格を下回った場合, 新株予約権者は残存するすべての新株予約権を行使期間の満期日までに行使しなければならない。これは強制行使条項が付されるケースである。

22) 新株予約権1個あたりの発行価額は1,180円で, 1個当たりの株式の数 (付与株式数) は普通株式100株となっている。新株予約権の行使に際して出資される財産の価額 (行使価額) は1株当たり573円 (新株予約権発行に係る取締役会決議日の前日終値と同額) である。行使期間は2016年12月26日から2021年12月25日までである。

23) 新株予約権1個当たりの発行価額は1,500円で, 1個当たりの株式の数 (付与株式数) は普通株式100株となっている。新株予約権の行使に際して出資される財産の価額 (行使価額) は1株当たり1,304円 (新株予約権発行に係る取締役会決議日の前日終値と同額) である。行使期間は2017年6月1日から2018年11月30日までである。