

米国におけるストック・オプションについて

国際局 有泉池秋*

山岸徹久**

(目 次)

はじめに

1. 要旨
2. 報酬制度としてのストック・オプションの特徴
3. スtock・オプションと隠れ負債およびコストの考え方
4. スtock・オプション行使への自社株買い対応に関するコスト上の限界
5. スtock・オプション取得者と株主の利益配分に関連する問題
6. 株価下落時のストック・オプション運用に絡む問題
7. 結びに代えて

BOX：ストック・オプションにかかる優遇措置

補論1：ストック・オプション利用による企業価値の上方修正効果試算

補論2：ストック・オプションと自社株買いの損益面の関係と、株価下落リスク

はじめに

ストック・オプション（以下SO）とは、企業の被雇用者に対して、将来特定の期間内に特定の価格で当該企業の株式を企業から取得する権利を付与するものであり、米国では業績連動型の長期報酬制度の一つとして、90年代入り後、幅広く普及している。この結果、SOは、企業財務面や、株価形成面、報酬取得者と株主の間の利益配分面等で、大きな影響力を持つに至っている。

本稿では、米国におけるSO利用が広範化し

てきた状況とその背景にある「メリット」につき解説する一方で、SO利用に際して気を付けなければならない「問題点」についても整理することを試みた。とくに、後者については、①SOが決して低コストの報酬制度とは限らないこと、②未行使SOの価値が巨額化する中で、自社株買いでは対応し切れなくなるケースも少なくない事実を提示する。また、株価への影響面については、③巨額化している未行使SO価値は所謂「隠れた」費用ないし負債であり、これがSO行使への企業の対応を通じて表面化す

本論文中で示された内容や意見は筆者個人に属するもので、日本銀行の公式見解を示すものではない。

* 日本銀行国際局国際調査課（E-mail: chiaki.ariizumi@boj.or.jp）

** 現野村証券金融市場情報管理部

ることを機に、株価下落圧力となるリスクを孕んでいた可能性を指摘する。さらに、④SOはその導入・運用の在り方によっては、必ずしも株主利益を最大化することには繋がらない場合もあり、そうしたSO付与企業の行動に対して、株主がチェックをかける仕組みの必要性についても、整理する。

企業がSOを導入・運用するに際しては、「メリット」のみならずこうした「問題点」を理解し、その費用対効果を、株主（一般投資家）の視点からも十分に検討することが重要である。

1. 要旨

1. 米国では、過去十数年の間に、SOをはじめとする株式付与形態による長期の業績連動型報酬のウェイトを引き上げる傾向が目立つ。これら報酬の中でも、SOがとくに幅広く普及しているが、その背景を整理すると、株式付与形態の報酬制度に共通するメリットに加えて、SOにはとくに「財務会計・税務処理上の優遇措置」が講じられており、これにより「節税効果」があることが大きく影響している。またこのほか、株式付与形態の報酬制度に共通するメリットとして、企業および株主にとっては、①株式付与形態と現金付与形態の報酬のうち前者のウェイトを引き上げることににより「当面のキャッシュフローを抑制できる」こと、②報酬の一部を株主の利害と一致させることにより経営者や従業員に株主利益を最大化するような行動（労働サービスの提供）をとらせる「インセンティブが与えられる」こと、が指摘できる。また、いわば「コール・オプション」であるSOに特有のメリットとして、③オプション購入者にあたる経営者や従業員（以下、SO取得者）にとつ

ては、株価が一定の価格（行使価格）を上回る部分が報酬として手に入るという仕組み上「報酬（の可能性）に上限がなく」かつ「下限はゼロであり、ロスは発生しない」といったメリットがある。米国ではこれまで、これらのメリットが、後述するデメリットを上回るであろうと期待された故に、その普及が進んできたと言える。実際に、SOによる節税効果や賃金抑制効果を試算すると、近年では財務面に大きな影響を与えているとの結果が得られる。

2. SOにはデメリットも存在する。例えば、SO取得者にとっては「現在確実に受け取れる筈の現金報酬を、将来の受取金額が不確実な報酬に置き替える」というハイリスク・ハイリターン性がデメリットにもなり得る。また、企業・株主にとっては、次のような問題点の表面化を回避するためにかかるコストが存在し、そのコスト（の可能性）に上限がないことがデメリットになる。その理解にはまず、SOが企業にとってコール・オプションの売却であることと、SO利用の急拡大と株価上昇により巨額化してきた「未行使SOのオプション価値（本源的価値）」（これを巷間では、「隠れ負債」と称する場合がある）の存在を認識すること、が重要である。「未行使SOのオプション価値（本源的価値）」とは、ごく単純化して言えば、SO取得者にとっては株価が行使価格を上回っている場合の含み益（現時点でSO行使し、取得した株式を売却すれば得られる利益）におおよそ一致する。これは、SO付与企業にとっては会計・税務上の優遇措置による費用認識の相異に派生する「未だ計上されていないが、将来支払われるべ

き費用（負債）」にあたる。すなわち、SOは企業にとって「帳簿に現れておらず、かつ将来にならないと額が確定しない隠れた費用」を伴う報酬制度であり、「無コスト（ないし低コスト）では有り得ない」との認識を徹底する必要がある。

3. SOが行使されると、企業サイドではこれに対して株式の付与等を行う必要がある。ここで、株式の発行を伴うと、発行済株式数の増加により、一株当たり利益（earnings per share、以下EPS）が低下する。これを、株式価値の「希薄化」（dilution）という。EPSは、株主・投資家が企業価値を捕捉する場合の重要な財務指標の一つであり、その現状・先行き評価が株価形成の上で大きな鍵を握るため、企業はその「希薄化」リスクを免れるために、自社株買い等の対応を行う。これらの対応には、他の投資機会（借入金返済を含む）をあきらめ自社株買いにキャッシュフローを投入するという意味でコストがかかり、キャッシュフローの悪化を伴う。こうした、コストの表面化、キャッシュフロー悪化の表面化、が所謂『「隠れ負債」の表面化』、である。

4. したがって、企業がSOの導入ないしSO付与拡大の是非を判断する際には、SO付与により期待されるメリット（節税効果、賃金<キャッシュフロー流出>抑制効果、インセンティブ付与により間接的に期待される企業価値の向上、等）が、SO付与によるデメリットである「希薄化」を免れるための自社株買い実施に伴い発生すると予想されるコス

ト（当該実施分だけ、実物投資や借入金返済を行わないという機会費用）を上回るかどうか、を総合的に検討することが必要である。

5. さらにここで重要なことは、株価上昇を伴いつつSOの利用が拡大するには、コスト面の限界があるということである。すなわち、SO付与を通じて株主利益の最大化を実現させようとする過程で、仮に「実績利益の上昇以上の株価上昇」が続けば、株式益利回り（ $= 1 / \text{実績PER}^{\text{（注1）}} = \text{実績EPS} / \text{株価}$ ）が低下する。この株式益利回りの低下は、単純化すれば、他の投資環境や金利水準が一定の下では、自社株買いの相対的成本を上昇させる。しかし、SO付与を続ける限り、企業は、SO行使に備えて高コストの自社株買いを続けていかなければならない。こうした高コストの自社株買いは、「その前提としてのSO付与によるメリットが、将来生じる可能性のあるコストを上回って余りある、とSO付与時点で判断した」場合以外は、合理的な企業行動とは言い難い。仮に、結果的に当該メリットがコストを下回る場合は、企業価値を毀損し、株価下落リスクを孕む。こうした意味で、株価上昇を伴いつつSOの利用拡大が永続的に続くことは、SO付与によるメリットの拡大が続かぬ限り、想定し難いのである。実際に、S & P 500社ベース株式益利回りと税引後支払い金利を比較すると、97年初以降は、「自社株買いよりも借入金返済が、財務上有利」との計測結果が得られる。また、97年には、自社株買いと配当支払額の合計額が、フリー・キャッシュフローの総額を超過しており、当該超過部分は新規借入金により調達

（注1）株価収益率（price earning ratio）。

しているとみられる。このように、機会費用を考えると結果的にかなり高コストとなってしまった97年中の自社株買いは、「その前提としてのS O付与によるメリットが、結果的なコストを上回って余りあった」場合以外は、S O付与時点での判断が誤っていたことになる、と評価されよう。

6. また、いわばオフバランス上の「隠れ負債」規模が十分にディスクローズされていないこともあって、株価形成に際して、投資家がその存在を常に十分に織り込むことは難しい。このため、「隠れ負債」がS O行使への企業の対応を通じて表面化することを機に、株価下落圧力となるリスクを孕んでいる。

7. さらに、S Oの導入・運用の在り方次第では、必ずしも株主利益を最大化することには繋がらない場合もあり、そうしたS O付与企業の行動が孕むS O取得者（総所得の最大化を行動基準とする）と株主（株主利益の最大化を行動基準とする）の間の利益配分上の問題がある。例えば、株価下落時にS O行使メリットが縮小・解消することを眺め、如何にS Oを行使させるかという観点から「S O行使価格の下方修正」が行われることがある。これは、本来、同下方修正後の価格でS O行使をさせることによるメリット（企業・株主・S O取得者のいずれにも本来のメリットがある）とデメリット（未行使S Oの価値が増大し、この結果、対応にかかるコストが増加する）を比較考量し、その実施の是非を判断する必要がある。しかし、現行規定では、S O行使価格の修正において必ずしも株主の同意は必要なく、企業経営側（実際にはS O

取得者であることが大半）のみで判断できてしまう。これは、決定プロセスの客観性・透明性欠如、という観点で問題がある。

8. S O取得者である経営者からみれば、「事業戦略が成功して、株価が上昇すればこれに連動して報酬が増加する」一方、「事業戦略が失敗して、株価が大きく下落しても、S O行使利益がゼロになるのみでロスが発生しない」と考えて、ハイリスク・ハイリターン型の事業戦略を採る可能性がある。こうした可能性は、とくに「株価下落によりS O行使メリットが消滅しかかっている」ような環境下で顕現化しやすいと考えられる。実際にそうした問題例がここへきて表面化している訳ではないが、こうしたモラル・ハザードが発生しないよう、株主が経営側（S O取得者）の行動をチェックすることが必要である。

9. こうした中、米国では、S Oの導入・運用に関して株主によるチェックの網をより厳密にかけするための規制変更や、一般投資家からみたS O関連コストについての情報開示強化を進めようとする動き、が漸次みられている。こうした議論を経て、S O制度のメリット・デメリットを総合的に判断した上で報酬制度の中での位置付けを検討する、との考え方が徹底されつつある。

2. 報酬制度としてのストック・オプションの特徴

（a）報酬制度の中での位置付けと普及状況

企業の報酬制度は、一般的に、固定給と業績連動型報酬（年次および長期）に大別できる。業績連動型報酬とは、報酬額を一定の業績指標

とリンクさせることにより、当該業績指標を向上させるような労働サービスの提供にインセンティブを持たせるものである。ここで、業績指標を如何なる指標と設定するかはバリエーションが有り得るが、「株価」と設定する制度が「株式連動型報酬」であり、通常株式付与（一定価格での取得権利の付与を含む）の形態を採る（図表1に掲げたSOを含む4制度が代表例）。勿論、株価ではなく他の業績指標（通常は複数の財務指標を採用。また、付与対象者が、特定

の業務分野にのみ権限を持つ場合などは、当該分野にかかる業績指標を採用する場合もある）に連動した報酬制度もあり、これらは通常、現金付与の形態を採る（注2）。

米国企業では、これら報酬制度の組み合わせについて、経営の安定性をある程度確保しつつ、企業価値や株主利益の最大化等の長期的な経営目標を達成していく、等の観点から、最適な構成となるように検討を重ねている。その結果、企業がどの成長過程にあるか（ベンチャー企業

（図表1）主要な株式付与形態の報酬制度

<p>①ストック・オプション（Stock Option）</p> <p>企業の被雇用者に対し、<u>将来の予め定められた一定の期間（権利行使価格）内に、一定の価格（行使価格）で当該企業の株式を企業から取得することができる権利を付与するもの。企業から被雇用者へのコール・オプション売却に相当する。また、自社株購入権とも呼称される。</u></p> <p>SO にも、各種のタイプがあるが、特に優遇制度の仕組みを理解する上では、SO 取得者にとっての税制面の優遇措置が適用されるための一定の要件を満たす奨励型 SO（Incentive Stock Option：以下 ISO、企業に損金算入メリットなし）と、同一一定の要件を満たさないという意味で非適格と呼ばれる非適格 SO（Non-qualified Stock Option：以下 NQSO、企業に損金算入メリットあり）の相違が重要である。</p>
<p>②譲渡制限付株式（Restricted Stock）</p> <p>一定期間の在職等を条件として、その間の譲渡制限付きの<u>株式を付与するもの。</u></p>
<p>③パフォーマンス・ストック（Performance Stock）</p> <p>一定期間における業績目標を設定し、達成した場合に<u>株式を付与するもの。</u></p>
<p>④株式評価益権（Stock Appreciation Right）</p> <p>一定期間の株価上昇額に相当する額（行使日における原株式の時価が行使価格を超過する部分）について<u>現金もしくは株式（あるいはその組み合わせ）で付与するもの。</u></p>

（注2）株式付与形態以外の長期報酬制度のうち導入例の多い制度としては、パフォーマンス・ユニット（報酬を与える対象者に、一定のユニット＜単位＞数を付与しておき、業績目標の達成度合に応じたユニット価格および報酬算定式を設定する。その上で、一定の業績評価期間中に毎年の業績に応じて与えるユニット数を見直し、同評価期間終了後に算定式に基づいて、現金を与える制度）などがある。

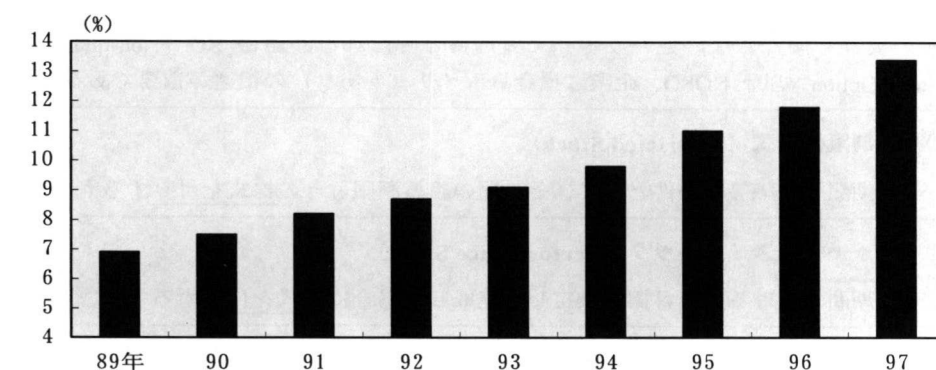
か、中堅以上企業か、など）や、報酬対象者は誰か（経営者層か、一般従業員か、など）、等によりその報酬構成はかなり区々となっている。こうした中でも、とくに過去十数年の間の特徴は、S Oをはじめとする株式付与形態による長期の業績連動型報酬のウェイトを引き上げる傾向が目立つことである（注3）。

株式付与形態による長期の業績連動型報酬が米国で重要性を増してきたのは、現代の大企業の大部分においてみられる「所有と経営の分離」の下で、経営者のインセンティブを株主の利益にどのようにして一致させることができるか、という所謂「インセンティブ問題」への一つの対応策として発展してきた面が大きい。株式付与形態の報酬の導入は、報酬の一部を株主の利害と一致させることにより、経営者や従業員に株主利益を最大化するような行動をとらせるこ

とができるのである。また、手許資金に余裕のないベンチャー企業においては、現金支払いを伴わない点に着目し、株式付与形態の報酬ウェイトを高めている。さらに、米国では経営者層の転職が一般化（注4）しており、こうした中で優秀な経営者層がより長く企業に止まることを企図して導入される側面もある。

これら株式付与形態による長期の業績連動型報酬の中でも、S Oが、とくに90年代以降、幅広く普及・定着してきている。例えば、手許資金が不足しているベンチャー企業では、ほぼ100%に近い先が何らかの規模で採用しているとされている。また、大企業につき、S Oの付与数の発行済株式数に占める比率で、普及率の上昇度合をみると、90年代入り後、継続的に上昇し、97年には13%程度に達している（図表2）。とくに大企業の中でも、ハイテク業界と金融

（図表2）ストック・オプション付与株数の対発行済株数比率



（注） 米国の大企業200社を対象とする調査。S Oは、権利未行使のS Oと、将来支給予定のS O等のために確保している自社株などの合計株数。確定拠出型年金プラン「401K」等を通じた支給を除く。

（資料） Pearl Meyer & Partners

（注3） これに対して従来の日本企業では、年功序列で定まる部分が多い固定給（基本給）と、春闘などのいわば「業界全体の平均的業績を眺めた団体交渉」により一律に定まるケースが多い年次の業績連動型報酬（ボーナス）、の2制度から報酬が構成され、長期の業績連動型報酬は導入されていない場合が多かった。こうした日本企業が、今後S O制度を導入していく場合は、米国において何故、長期の業績連動型報酬制度が重要視され、その中でもS O制度がとくに普及しているのかを参考にしつつ、報酬制度全体の構成を再検討することが必要であろう。

（注4） 米国では、CEO＜最高経営責任者＞の平均在籍期間は3～5年、CFO＜最高財務責任者＞は同約3年とされている（KPMG Peat Marwick LLP [1997]）。

サービス業界など、専門職ウエイトの高い傾向のある業界を中心に、普及が進んでいることが窺われる（図表3）。また、職掌別には、経営陣向けは9割強、管理職・専門職向けは約6割、一般従業員向けは約2割の企業で採用を行っている（図表4）。

（b）ストック・オプション制度普及の背景

このようにSOが幅広く普及した背景をみると、株式付与型報酬制度に共通するメリットに加えて、SOにはとくに「財務会計・税務処理上の優遇措置」が講じられ、これによりSO付与企業に「節税効果」があること、が大きく影響している。この「財務会計・税務処理上の優

（図表3）ストック・オプションを積極的に利用している大企業

企 業 名	SOが発行済株式数 に占める割合(%)
モルガン・スタンレー	91.36
メリル・リンチ	40.26
トラベラーズ	39.42
ワーナー・ランパート	35.00
マイクロソフト	32.95
J Pモルガン	29.62
リーマン・ブラザーズ	28.25
USエア	26.71
サン・マイクロシステムズ	25.99
マリオット・インターナショナル	25.81

（注） 96年の計数。SOは、権利未行使のSOと、将来支給予定のSO等のために確保している自社株数。

（資料） Pearl Meyer & Partners

（図表4）職掌別の株式取得制度の採用先社数率

	従業員持株制度 (ESOP)	ストック・オプション (SO)	自社株無償 支給制度	年金プラン (401K)
一般従業員	53.6	19.9	6.0	63.8
管理職・専門職	59.5	60.0	20.7	69.5
経営陣	60.1	92.8	49.2	69.4

（注） 97年の調査計数。対象は米国企業2,602社。

401Kは、同制度を経由する自社株購入制度の導入先。

（資料）全米報酬協会（ACA）

「優遇措置」とは、ごく簡単化して言えば、非適格SOについて適用される、「SOを付与した段階を含めて企業は会計処理上で費用計上する必要がない一方で、SO行使時には税務上で費用として認識し損金算入が可能である」との扱いを指す（これら優遇措置の詳細は、後掲BOXを参照）。

以下では、改めて、企業・株主・取得者別に、各主体の行動基準を特定した上で、各々にとってのSO制度のメリット・デメリットを、簡単に整理してみることにする（図表5）。

（各主体の行動基準）

本稿では、企業は、将来にわたるキャッシュフローの流利を現在価値に引き直したところの

「企業価値」、ないし株価時価総額により定義されるところの「企業価値」の最大化を目的とした行動をする法人格、と考える。

また、株主ないし株式への投資家は、当該企業への株式投資を通じて得られる、キャピタル・ゲインと配当による総所得（企業からの利益還元額）の期待値の最大化を行動基準とする、と考える。

このように前提すると、「企業」という法人格と「株主」の行動基準は、同一である（株価時価総額の最大化＝キャピタル・ゲインの期待値の最大化。また、配当政策は企業価値や株式時価総額と無関係と考える（注5））。そこで、以下では「企業および株主」にとってのメリット・デメリットを纏めて整理する。

（図表5）米国における業績連動型長期報酬制度の比較

制度名	企業・株主						取得者		
	付与対象	社員引き留め効果	会計収益への影響	法人税への影響	キャッシュフローへの影響	株式の希薄化	株価上昇へのインセンティブ	株式取得・利益取得時の資金負担	税負担
ISO	上級経営陣中心	◎	△（開示）	×（損益算入無し）	◎（自社株買支出及び行使時払込み）	×	◎	×（行使価格）	◎（売却時キャピタルゲインのみ）
NQSO	幅広い	◎～○	△（"）	◎（損益算入あり）	◎（"）	×	◎	×（行使価格＋所得税支払い）	△（所得税及びキャピタルゲイン税）
RS	上級経営陣中心	◎+	×（費用化）	◎（"）	○（自社株買支出）	××	○	○（所得税のみ）	△（所得税及びキャピタルゲイン税）
PS	上級経営陣中心	○	×（"）	◎（"）	○（"）	×	○（注）	○（"）	×（所得税のみ）
SAR	幅広い	○	×（"）	◎（"）	×（現金支出）	○	○	○（"）	×（"）
PU	幅広い	△	×（"）	◎（"）	×（"）	○	△（注）	○（"）	×（"）

（注） ここで、ISOは奨励型SO、NQSOは非適格SO、RSは譲渡制限付株式、PSはパフォーマンス・ストック、SARは株式評価益権、PUはパフォーマンス・ユニットを指す。
企業・株主及び取得者にとってプラスの要因となる順に◎、○、△、×を付した。また税負担について、キャピタルゲイン税率は所得税率より低いとする。

なお、図表中に（注）と付した部分は、株価ではなく、他の業績指標（ROEなど）に連動して報酬が与えられる制度。

（資料）野村証券金融研究所

（注5） モディリアーニ・ミラーの定理による。

さらに本稿では、S O取得者は、キャッシュベースの賃金と株式付与型報酬制度により取得した株式売却益等を合計した総所得の期待値の最大化を行動基準とする、と考える。

(企業および株主からみたメリット・デメリット)

①優遇措置の存在によるメリット

S Oの中で、現在最も普及している非適格S Oの場合は、会計・税務上の優遇措置の存在により、「節税効果」が発生する。例えば、NASDAQ時価総額上位10社では、97年度のS O損金算入による節税率は、20%強と試算される(詳細は、後掲補論1参照)。

②キャッシュフロー上の当面のメリット

S Oの付与時点では、単に権利の付与が行われるのみであり、株式を発行する必要がなく、賃金形態でキャッシュが流出することもない(これが、販管費ないし人件費の支払い総額を抑える効果＝「賃金抑制効果」を持つ：詳細は、後掲補論1参照)。

なお、これにより抑制されるのは「当面のキャッシュフロー流出」であり、これがS O行使に備えた対応コストとして繰り延べられていることを踏まえると、将来にわたるキャッシュフローの流列を現在価値に引き直したところの「企業価値」は変化しない。ここで、S O行使に備えた対応コスト(S O行使に対する新株発行や自己株式付与にかかるコスト)は株式相場動向次第、かつどのようなタイミングで対応するか次第である(詳細後述)。このため、S Oは一見したところ、非常にコストの安い報酬制度と看做されがちであるが、実際にはそうとは限らない点には留意の要。

③株主利益を最大化するような労働サービスの提供のインセンティブ付けができる、というメリット

S O制度を通じて、報酬の一部を株主の利害と一致させることにより、経営者や従業員に株主利益を最大化するような行動(労働サービスの提供)をとらせる「インセンティブ」付けができる。

④間接的に期待されるメリット

S O制度は、優秀な経営者の引き留め効果も持つ(企業は、未行使のS Oが一斉に行使されないようにS Oを設計している例が多い。このため、S O付与はジョブ・ホッピング<高賃金を求めた転職>を抑える効果を持ち、「金の手錠」<Golden Handcuff>とも呼ばれている)。こうした経営者引き留めが、必ずしも「企業価値」ないし「株主利益」の最大化に繋がるとは限らないが、間接的に同最大化に寄与することが期待されている面がある。

⑤株式価値の希薄化を招く、というデメリット

一方、S Oが行使されると、企業サイドでは新株発行または金庫株からの自己株式の付与等を行うため、株式の発行を伴うことになる。このため、発行済株式数の増加により、一株当たり利益であるEPSが低下する(＝株式価値の「希薄化」<dilution>)結果を招き、ひいては株価上昇の抑制要因となる。このS O行使に伴う、株式価値の「希薄化」というデメリットは、自社株買いによる自己株式の提供により相殺できる(詳細後述)のであるが、これにかかるコスト如何が極めて重要になってくる。

また、こうした株式価値の「希薄化」を伴うS O取得者の利益は、既存株主が得べき利益

の移転に他ならず、これは株主にとってはデメリットとなる。このデメリットを防止するために、株主はS Oの導入・運用に関する一定の承認権限を持っている(注6)。

⑥S O取得者である経営者が、ハイリスク・ハイリターン型の事業戦略や、当面の株価上昇を企図した近視眼的事業戦略を採る可能性を孕む、というデメリット

S O取得者である経営者からみれば、「事業戦略が成功して、株価が上昇すればこれに連動して報酬が増加する」一方、「事業戦略が失敗して、株価が大きく下落しても、S O行使利益がゼロになるのみでロスは発生しない」と考えて、ハイリスク・ハイリターン型の事業戦略を採る可能性がある。また、S O行使・株式売却を通じて報酬を実現してしまうまでの株価上昇にウェイトをおいた(逆に言えば、その後の株価動向を犠牲にするような)近視眼的な事業戦略を採る可能性もある。こうしたモラル・ハザードを招く可能性のあることが、企業・株主にとってデメリットである。

(取得者からみたメリット・デメリット)

①メリット

取得者にとって、いわば「コール・オプション」であるS Oは、株価が一定の価格(行使価格)を上回る部分が報酬として手に入るという仕組み上、「報酬(の可能性)に上限がない」と

いう点が最大のメリット。さらに、株価が仮に一定の価格(行使価格)を下回ったとしても、「報酬はゼロになるだけ」であり「ロスが発生するリスクはない」という点も大きなメリット。

②デメリット

一方で、S Oを報酬制度に組み入れることは、現在確実に受け取れる筈の現金報酬を、将来の受取金額が不確実な報酬(しかもS Oの仕組み上、受取金額は株式市場における評価次第である)に置き換える、ことになる。このように「ハイリスク・ハイリターン」型の報酬制度であることが、取得者にとってのデメリットにもなり得る。

また、S Oの行使により、取得者は行使価格で株式を購入することになるため支出を伴う。これに加えて、現在普及しているS Oの主流である「非適格S O」は、「行使時に認識する所得(=株式の市場価格と行使価格の差額)」に関してS O行使時に給与所得としての課税が発生するため、所得税の支払も重なる(詳細は後掲BOX参照)。そこで、S Oを導入する企業の殆んどは、取得者のS O行使をサポートするため、幾つかの資金調達方法を提供している。

以上でみたようなメリット・デメリットを持つS Oが、年月をかけて広く普及してきた過程において、実際に企業価値ないし株主利益・総報酬を最大化することにどの程度奏功してきた

(注6) 取締役および業務執行役員を対象とするS Oの付与について、株主の承認を得る体制を持っていることが、NYSE上場ないしNASDAQ公開の条件の一つになっている。このため、公開企業は、ストック・オプション・プランに対して株主の承認を得ている。また、奨励型S Oについても株主承認が必要である。ただし、引き続き、S O行使価格の変更には株主の承認が不要であること等から生じる、S O取得者と株主の間の利益配分上の問題(詳細後述、第6章参照)などが残存している。

かについて、定量的に捕捉することは困難である。しかし、実際に企業・株主・報酬取得者という3つの主体から各々「メリットがデメリットを上回るであろう」との期待を通じた賛意^(注7)を得て、一段と普及の度を高めてきたことは事実である。とくに、近年（少なくとも94年頃～97年中まで）は、マクロ経済環境の好調持続の下で株価上昇基調が続いたことから、SOのメリットが前面に出た結果、これまで大きな問題が顕在化することは少なく、SOは順調に拡大してきたものと考えられる。

しかし、SOにかかる実質的な「コスト」を以下のように理解すると、株価上昇を伴いつつSOの利用拡大が継続的に続くことは、想定し難いことがわかる。また、株価が下落する局面では、関係者にとってのデメリットが前面に出てくるため、企業経営上、その後の報酬制度をどう運用するか、という問題が浮上することとなる。

3. スtock・オプションと隠れ負債およびコストの考え方

以下では、SOを利用していく上での問題点として、SO利用の急拡大と株価上昇により巨額化してきた所謂「隠れ負債」の存在の重要性について説明する。「隠れ負債」が表面化する過程では、企業財務毀損と株価下落リスクが存在する。米国では最近、こうした問題点を踏まえ、SO付与の在り方を見直す議論が行われるようになっている。以下では、この考え方の平易な

説明を試みる。

(a) 「隠れ負債」の考え方

（「隠れ負債」とは）

「隠れ負債」とは、ごく単純化して言えば、SO取得者にとっては株価が行使価格を上回っている場合の含み益（現時点でSO行使し、取得した株式を売却すれば得られる利益）におおよそ一致する。これは、SO付与企業にとっては会計・税務上の優遇措置による費用認識の相異に派生する「未だ計上されていないが、将来支払われるべき費用（負債）」にあたる。

隠れ負債

= SO取得者にとっての含み益

= 企業が将来支払うべき費用（負債）

また、「隠れ負債」は、会計用語ではなく巷間しばしば用いられる通称であるが、これを会計用語で言えば「未行使SOのオプション価値（本源的価値）^(注8)」であり、具体的には、次の式で算出される。

隠れ負債

= 「未行使SOのオプション価値（本源的価値）」

= (株式の時価－未行使残のSOの行使価格)

×未行使残のSO数

なおこうした、未行使残のSOが一斉に行使されるとコスト負担が大幅増大してしまう、というSOの特徴を踏まえて、米国企業は、行使期間の制限や分割行使などの制限を付けてSO

(注7) なお、上記の整理から窺われるように、企業・株主にとってのメリット（デメリット）が、SO取得者にとってのデメリット（メリット）に相当する項目が一部にある。それにも拘らず、SOが両主体から「メリットがデメリットを上回るであろう」との期待を集めることが可能なのは、①株価の先行き予測が両者で異なる、②リスク回避度が両者で異なる、③企業が現在流動性制約に直面している、等の理由が想定される。

(注8) オプションの「本源的価値」は、オプションの「現在価値」（ブラックショールズモデルなどを用いて「適正価値法」により算出）とは異なる。この観点については、後掲図表12も参照されたい。

を設計している例が多い(注9)。

〔「隠れ負債」の表面化とは〕

「隠れ負債」の表面化とは、未行使のS Oが行使されることに備えての対応にかかるコスト(注10)の発生を指す。すなわち、S Oが行使されると、企業サイドではこれに対して株式の付与等を行う必要がある。この株式の付与に向けての対応に、コストがかかるのである。

ここで、株式の発行(＝新株発行)を伴うと、発行済株式数の増加により、一株当たり利益であるEPSが低下する。これを、株式価値の「希薄化」(dilution)という。EPSは、株主・投資家が企業価値を捕捉する場合の重要な財務指標の一つであり、その現状・先行き評価が株価形成の上で大きな鍵を握るため、企業はその「希薄化」リスクを免れるために、自社株買い等の対応を行う。これらの対応には、コストがかかり、キャッシュフローの毀損を伴う。こうした、コストの表面化、キャッシュフロー毀損の表面化、が所謂『「隠れ負債」の表面化』である。

〔「隠れ負債」に関するディスクロージャーの不足〕

このように、企業価値に大きな影響を与える可能性のある「隠れ負債」であるが、情報開示の不完全さから、株主・投資家はこの推移を捕

捉することができない。すなわち、企業が年に1回のみSECに報告・公表する「10-K」(注11)という財務資料の中で、S Oの付与日における現在価値(「適正価額法」により算出)を費用として計上した場合の、当該費用、当期利益およびEPSが脚注表示される。これらの情報を用いて、「隠れ負債」を株主・投資家が独自に概算することは可能である。しかし、年に1回だけの情報開示であること、独自の概算を施す必要があること、「隠れ負債」金額を一時的に概算できてもどのようなタイミングでどのような機会費用を伴いつつ表面化するのかを予測することはできない、という制約は大きい。このため、株価形成に際して、常に「隠れ負債」の存在を十分に織り込むことは難しい(当該観点については、後掲補論2も参照されたい)。

(b) 「隠れ負債」の表面化への対応にかかるコストの考え方

(S O行使に備えた企業対応の選択肢)

まず、S O行使に対し株式の付与を行う際の企業側の対応としては、次の3つの行動が挙げられる。

- ①「事前の自社株買い」を行い金庫株(Treasury Stock)として取得しておき、S O行使時に行使価格分の現金と引き換えに提

(注9) 例えば、Microsoft社の場合は、行使期間7年で、最初の1年間は行使できず、その後6か月毎に8分の1ずつ行使可能というように設計されている。Oracle社では、毎年25%ずつ、MCI Communications社では、毎年30%ずつである。

(注10) S O行使時点で、S O費用(会計原則に基づき認識する現在価値)自体は、付与時点で認識した額以上の差額に関して会計上追加処理する必要はなく、税務上損金算入として認識されるに過ぎない。ここでいうS O行使への対応にかかるコストとは、新株発行や自社株買いにかかるコストを指す。

(注11) なお、米国ではSECによりEDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System) という、①受理・受領、②分析・審査、③伝達の3機能を持つ開示情報の電子化の環境が整備され、96年5月に米国内のSEC登録会社全てに必要情報の電子提出が義務付けられた。10-Kもここに報告されるが、EDGARへは、インターネットを通じて自由にアクセス可能であり、「1日平均で50万件程度の閲覧がある(閲覧者に、どの程度、一般投資家が含まれているかは不明)」(SEC広報局)と言われる。

供する（＝以下、「金庫株方式」）。

- ② S O 行使とほぼ同時に自社株買いを行い、新株発行に伴う希薄化を回避する（以下、「事後の自社株買い方式」）。

- ③ 「新株発行」を行う。

ここで、③は前述した株式価値の「希薄化」に繋がり、株価の抑制要因となる。これを回避するためには、企業は①ないし②を選択することとなる。すなわち、自社株買いによって購入した株式は、消却するか金庫株とするかに拘らず、資本から控除される。このため、発行済株式数が減少し、これにより E P S は計算上上昇する（これを、「逆希薄化」と呼ぶこともできる）。

各対応別にみた、株価変動に伴う損益変化の詳細は後掲補論 2 を参照されたいが、株価上昇基調が続いている場合は、①「金庫株方式」を選択することが最も合理的であるとみられる。すなわち、株価上昇局面において事前に自社株買いを行い金庫株としておく場合には、「金庫株の簿価 < S O の行使価格」であるため、必然的に「金庫株の簿価 < S O 行使時の時価」である。したがって、S O 行使時に当該金庫株を提供することにより、「隠れ負債」額を相殺できると同時に、「S O 行使価格－金庫株の簿価」分の利益計上が可能となる（注12）筋合い。一方、株価上昇局面においては、（i）事前の自社株買い時点と、S O 行使時点の期間が短い場合、（ii）金庫

株保有比率が低い場合には、自社株買いのコストは大きいものとなる。

また、「金庫株方式」の採用にも、問題はある。すなわち、「金庫株方式」では、S O 行使と同時に金庫株は減少する。また、金庫株の放出により株式数は増加し株式価値が「希薄化」する。したがって、S O を利用し続ける限り、S O 行使に備えた自社株買い、株式価値希薄化を免れるための自社株買い、は継続する必要がある。しかし、「自社株買いのコスト」は株価上昇に伴って上昇する。したがって、「金庫株方式」のメリットは株価上昇時に発揮される一方、その株価上昇が、継続すべき自社株買いのコストを上昇させるという、サイクルを生み出すことになる。

（米国における実際の対応状況）

実際の企業における対応状況をみてみると（注13）、N Y ダウ30社などの大企業が①「金庫株方式」を採用しているのに対して、N A S D A Q 採用企業やベンチャー企業は②「事後の自社株買い方式」を採用している先が多い（注14）。

すなわちまず、S O の未行使残株数（注15）が発行済株式数に占める比率は、N Y ダウ30社平均で 4 % 程度（97年度、以下同じ）であるのに対して、N A S D A Q 時価総額上位10社平均では、その 3 倍近くの12%超と高い比率に達している（後掲図表 6）。一方、金庫株が発行済株式

（注12）したがって、金庫株は、「隠れ負債」のリスクを軽減する備えと位置付けられると同時に、将来、付与される可能性のある S O とも考えることができる。前掲図表 2 で、S O 付与数に、「金庫株」を「将来支給予定の S O」として含むのは、このためである。

（注13）S O に関するマクロ集計データは存在しない。以下本稿では、便宜的に N Y ダウ30社、N A S D A Q 時価総額上位企業10社、その他の N Y S E 上場時価総額上位企業10社、の合計50社の個別データをベースに分析を行う。なお、50社採用企業と、各社の S O に関する個別データの例は後掲参考図表参照。

（注14）因みに、本稿で分析対象とした50社は、全て①か②を選択し、③の「新株発行」対応先はなし。

（注15）後掲図表 6 で示す S O 未行使残は、単純に各年度末の S O そのものの未行使残を用いており、一方前掲図表 2 ではこれに金庫株等を加えた株数を用いていた点において、両者が異なる点には注意。

〈参考図表〉分析対象50社と、SOに関する個別データ例

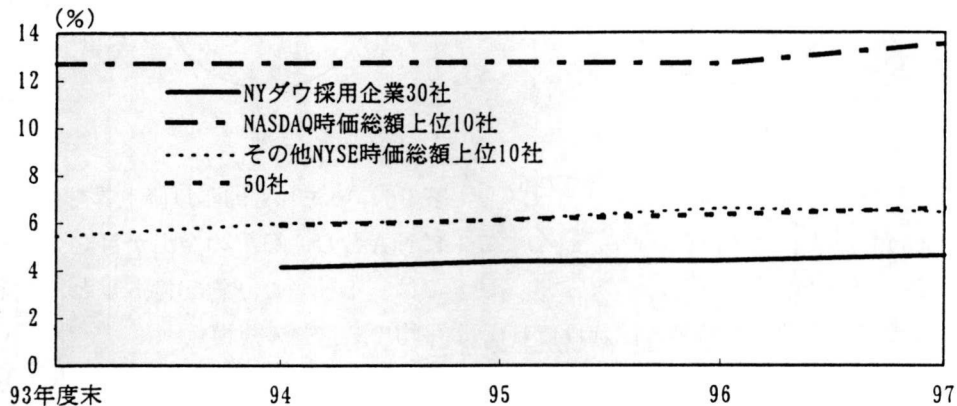
企業名	発行済み株式数			年間のオプション付与・行使								
	97年度	期末	増加率	付与		行使		期末未行使残			期末行使可能残	
	期初			総数	(c/a)	総数	行使価格	総数	(f/b)	行使価格	総数	行使価格
	(a)	(b)	(b-a)/(a)	(c)	(c/a)	(d)	(e)	(f)	(f/b)	(g)	(h)	(i)
	百万株	百万株	%	千株	%	千株	ドル	千株	%	ドル	千株	ドル
NYダウ30採用企業												
1 Allied-Signal	565.6	558.3	-1.3%	8,408	1.5%	9,300	15.19	49,682	8.9%	21.49	29,850	17.08
2 Alminium Co.of America	172.8	168.3	-2.6%	6,388	3.7%	5,712	52.79	10,549	6.3%	63.33	5,206	53.45
3 American Express Co.	472.9	466.4	-1.4%	6,295	1.3%	6,566	27.65	20,041	4.3%	44.32	9,124	30.58
4 AT&T Corp.	1,623.5	1,624.2	0.0%	36,485	2.2%	10,832	24.89	68,505	4.2%	37.50	22,981	33.26
5 Boeing Company,The	993.3	1,000.0	0.7%	6,320	0.6%	4,502	21.77	27,705	2.8%	32.36	12,277	24.09
6 Caterpillar	380.7	368.0	-3.3%	3,532	0.9%	2,274	22.16	15,056	4.1%	31.89	8,387	23.58
7 Chevron	653.4	655.9	0.4%	1,800	0.3%	710	38.66	8,269	1.3%	52.88	6,504	45.31
8 Coca-Cola	2,481.0	2,470.6	-0.4%	13,000	0.5%	10,000	14.46	80,000	3.2%	33.22	55,000	24.62
9 Disney,Walt	674.0	671.0	-0.4%	9,000	1.3%	5,000	33.41	61,000	9.1%	52.32	21,000	35.31
10 Du Pont	1,131.4	1,129.5	-0.2%	27,865	2.5%	9,720	24.47	66,141	5.9%	36.77	40,038	26.50
11 Eastman Kodak	331.8	323.1	-2.6%	6,077	1.8%	2,422	51.03	24,204	7.5%	47.22	14,977	43.31
12 Exxon	2,484.4	2,457.0	-1.1%	11,019	0.4%	12,153	26.95	72,440	2.9%	38.48	61,179	34.32
13 General Electronic	3,289.1	3,264.6	-0.7%	13,795	0.4%	21,746	18.47	138,903	4.3%	30.03	71,705	21.11
14 General Motors	743.2	693.5	-6.7%	8,989	1.2%	9,274	42.95	32,367	4.7%	51.40	19,191	44.13
15 Goodyear tire&rubber	156.1	156.6	0.3%	1,919	1.2%	1,949	36.04	8,226	5.3%	46.86	3,020	38.51
16 Hewlett-Packard	1,014.1	1,041.0	2.7%	11,179	1.1%	8,689	14.00	51,250	4.9%	26.00	27,471	17.00
17 IBM	1,016.0	968.1	-4.7%	21,471	2.1%	19,630	42.00	61,728	6.4%	54.00	26,620	38.00
18 International Paper	300.7	302.2	0.5%	5,479	1.8%	4,196	35.42	11,544	3.8%	41.09	11,544	41.09
19 Johnson & Johnson	1,332.5	1,345.1	0.9%	12,564	0.9%	10,597	16.80	78,845	5.9%	34.48	34,748	22.28
20 McDonald's Corp.	694.6	685.7	-1.3%	15,100	2.2%	7,200	19.25	78,200	11.4%	33.58	30,200	25.67
21 Merck	1,206.6	1,193.7	-1.1%	15,939	1.3%	13,997	29.53	85,456	7.2%	50.54	23,636	32.97
22 MMM	416.8	404.7	-2.9%	5,599	1.3%	5,242	46.99	26,832	6.6%	59.75	21,674	52.12
23 Jp.Morgan & Co.Inc.	184.9	176.3	-4.6%	4,687	2.5%	4,555	55.88	25,079	14.2%	74.02	15,670	61.87
24 Philip Morris Cos.	2,431.3	2,425.5	-0.2%	16,105	0.7%	12,783	19.86	83,646	3.4%	29.13	67,827	25.69
25 Procter & Gamble Co.,The	1,371.2	1,350.8	-1.5%	10,409	0.8%	8,357	16.02	68,514	5.1%	31.00	58,098	26.03
26 Sears Roebuck	391.4	390.9	-0.1%	4,165	1.1%	2,832	23.67	15,155	3.9%	34.16	7,524	23.89
27 Travelers Group	1,141.2	1,145.1	0.3%	48,422	4.2%	51,085	23.90	64,087	5.6%	30.37	9,978	16.79
28 Union Carbide	126.7	136.9	8.0%	1,508	1.2%	1,717	13.45	12,533	9.2%	25.48	9,889	20.00
29 United Technologies	238.0	229.1	-3.7%	4,723	2.0%	2,211	26.70	20,027	8.7%	43.36	9,001	29.98
30 WalMart Stores	2,293.0	2,285.0	-0.3%	11,466	0.5%	999	10.34	30,386	1.3%	22.51	6,448	N/A
			-0.7%						4.6%			
NASDAQ時価総額上位10社												
1 Microsoft Corporation	2,388.0	2,408.0	0.8%	110,000	4.6%	90,000	6.64	478,000	19.9%	15.72	226,000	8.01
2 Intel Corporation	1,642.0	1,628.0	-0.9%	31,500	1.9%	23,600	6.11	172,400	10.6%	26.24	57,600	7.33
3 CISCO Systems,Inc.	970.9	1,006.2	3.6%	63,603	6.6%	26,225	8.51	134,003	13.3%	24.45	37,272	13.77
4 Oracle Corporation	983.7	978.0	-0.6%	17,165	1.7%	8,816	5.41	65,445	6.7%	15.00	28,658	7.73
5 Worldcom,Inc.	885.1	909.2	2.7%	29,091	3.3%	20,545	13.76	80,162	8.8%	15.95	N/A	N/A
6 3Com Corporation	168.8	178.4	5.7%	8,220	4.9%	5,459	8.50	28,038	15.7%	26.69	14,108	15.21
7 Dell Computer Corporation	747.6	692.2	-7.4%	42,800	5.7%	16,800	1.49	112,800	16.3%	3.88	18,800	1.81
8 Applied Materials	360.5	367.3	1.9%	13,324	3.7%	7,744	6.00	34,057	9.3%	15.16	8,298	8.51
9 Amgen Inc.	264.7	258.3	-2.4%	13,000	4.9%	7,100	18.36	35,500	13.7%	40.08	15,000	27.34
10 Sun Microsystems,Inc.	372.0	370.5	-0.4%	13,289	3.6%	7,367	6.99	51,359	13.9%	15.44	11,143	9.09
			0.1%						13.5%			
その他時価総額上位10社												
1 Bristol-Myers Squibb	1,000.7	993.2	-0.8%	11,348	1.1%	12,788	30.34	66,301	6.7%	40.08	26,112	32.34
2 American Int'l.Group	704.2	699.5	-0.7%	744	0.1%	935	26.11	6,207	0.9%	48.98	4,228	34.51
3 Mobil Corp.	788.7	783.4	-0.7%	4,680	0.6%	3,314	15.44	30,220	3.9%	43.13	18,430	35.54
4 Compaq	1,519.0	1,492.0	-1.8%	46,184	3.0%	28,770	6.26	171,430	11.5%	13.63	70,769	6.53
5 GTE Corp.	963.1	958.0	-0.5%	22,208	2.3%	3,951	33.58	43,125	4.5%	41.71	N/A	N/A
6 Amoco Corp.	497.3	483.0	-2.9%	3,399	0.7%	1,788	50.41	15,319	3.2%	65.00	10,719	55.58
7 Citicorp	463.2	453.9	-2.0%	8,209	1.8%	9,673	36.92	28,449	6.3%	64.52	13,861	N/A
8 PepsiCo Inc.	1,545.0	1,502.0	-2.8%	3,457	0.2%	25,504	15.77	146,329	9.7%	18.95	81,447	15.39
9 Ford Motor Co.	1,189.0	1,212.0	1.9%	8,600	0.7%	8,300	23.19	50,000	4.1%	28.44	28,400	25.84
10 Nationsbank Corp.	573.5	712.2	24.2%	20,954	3.7%	27,379	39.53	41,563	5.8%	41.05	28,811	37.37
			0.5%						6.4%			

(注) 太実線枠内の行使価格は、行使価格帯上限下限の中値。

数に占める比率は、NYダウ30社平均が12%であるのに対して、NASDAQ時価総額上位10社平均では1%未満に止まっている(図表7)。これらの特徴を纏めると、①NYダウ30社では未行使SOを上回る「金庫株」を手当て済みであるのに対して、②NASDAQ上位10社では

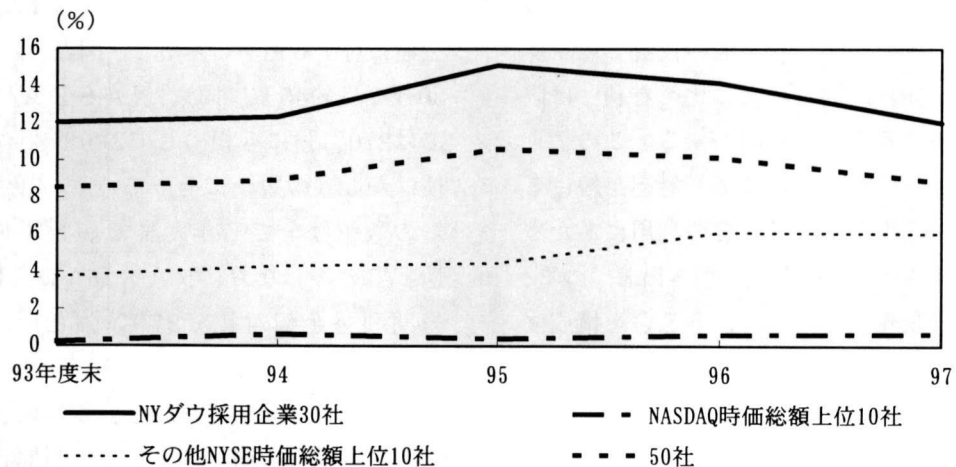
少なくとも前年度末時点では未行使SO分の金庫株をごくわずかしか手当てしておらず、少なくとも翌年度入り後手当てする、ないし「事後の自社株買い方式」を採用する先が多い姿が窺われる(後掲図表8)。

(図表6) スtock・オプション未行使株数の対発行済株数比率

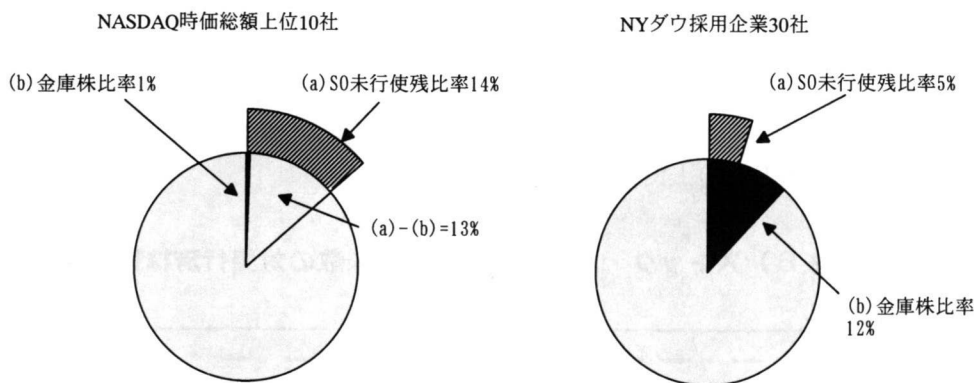


(注) スtock・オプション未行使残株数/年度末発行済株式数の比率。

(図表7) 金庫株株数の対発行済株数比率



(図表 8) 97年度末におけるストック・オプション未行使残比率と金庫株比率



4. ストック・オプション行使への自社株買い対応に関するコスト上の限界

以上でみたように、企業がSOの「隠れ負債」表面化に絡む希薄化から免れるためには、自社株買いとの組み合わせが不可欠であるが、これにはキャッシュフローの流出が伴い、コストがかかる。本章では、現在、米国企業において「隠れ負債」規模が巨額化していること、自社株買いコストの水準が必ずしも他の投資へキャッシュフローを振り向ける場合に比べ有利とは限らない場合があること、を説明する。このように、SO行使へ自社株買いにより対応し続けるには、一定の限界があり、SOの利用にあたっては、そのメリットを最大限に引き出しつつも、コスト面での限界を超えないようSOを構成する十分な検討が必要である。

(a) 「隠れ負債」の巨額化

実際の米国企業における「隠れ負債」の1社当たり金額を、NYダウ30社、NASDAQ時価総額上位企業10社、その他のNYSE上場時価総額上位企業10社について試算すると（図

表9）、いずれも94年以降上昇しているが、とくにNASDAQ分の突出が目立つ（97年度時点では、1社当たり約50億ドルと、NYダウ30社平均の3倍強の規模）。

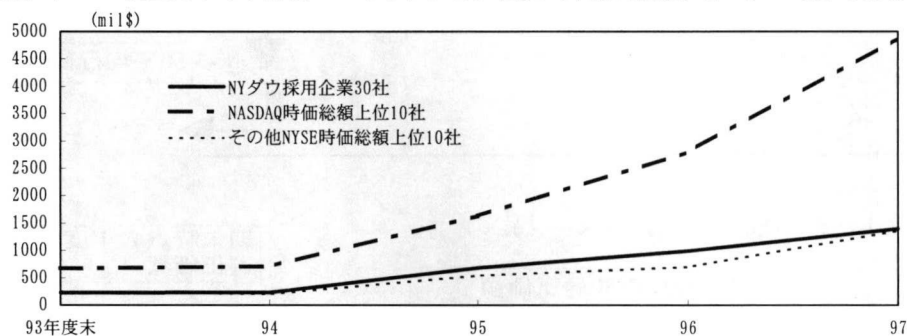
また、この「隠れ負債」の規模を理解するために、総資産金額に対する比率をみると（図表10）、NYダウ30社では2%程度（97年度）であるのに対し、NASDAQ上位10社では45%（同）にも達している。さらに、当期利益金額に対する比率をみると（図表11）、NYダウ30社では約45%（同）、NASDAQ上位10社では270%強にも相当しており、隠れ負債の規模はかなりの規模に上っている。しかも、これらの数値は全て97年度まで、上昇トレンドを辿っている。なお、NASDAQ上位10社の、当期利益金額対比で270%強という水準は、SO未行使残のうち約1/3が行使されることによる損金算入額（ないし、新規に自社株買い対応する場合の同コスト）と、当期利益がほぼ同水準である、ということの意味する。

因みに、「隠れ負債」については、エコノミスト等により各種試算が公表されているが、これら試算（含む当方試算）には、定義やサンプル

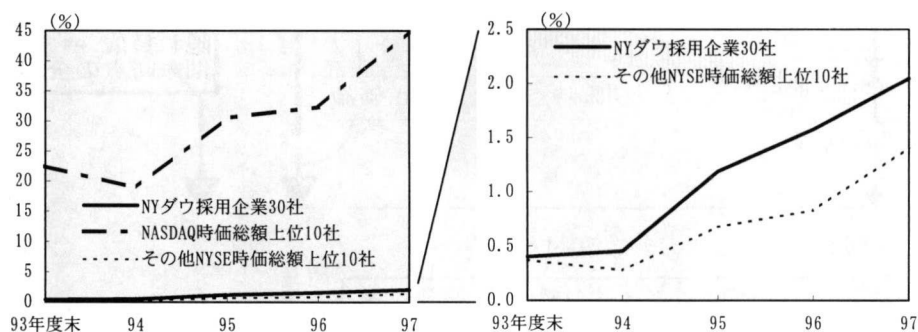
の取り方により、かなりの幅がでる点に注意が必要である。主な試算例で取り上げられる定義につき、株価変化に伴いどのように差異が生じ

るかの概念図を、後掲図表12に例示したので参照されたい。

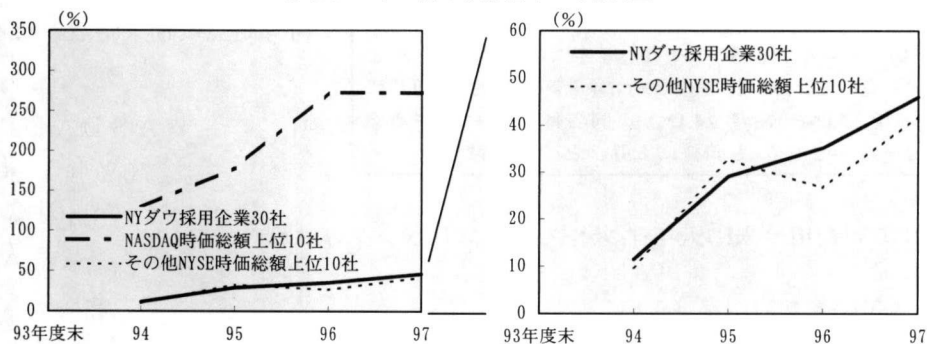
(図表 9) 「1社当たりの未行使S Oのオプション価値(本源的価値)」 (=「隠れ負債」)



(図表 10) 「隠れ負債」/総資産

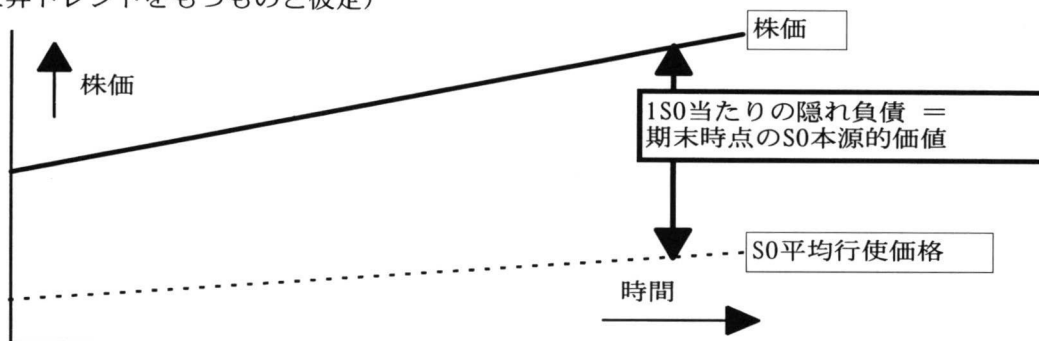


(図表 11) 「隠れ負債」/当期利益

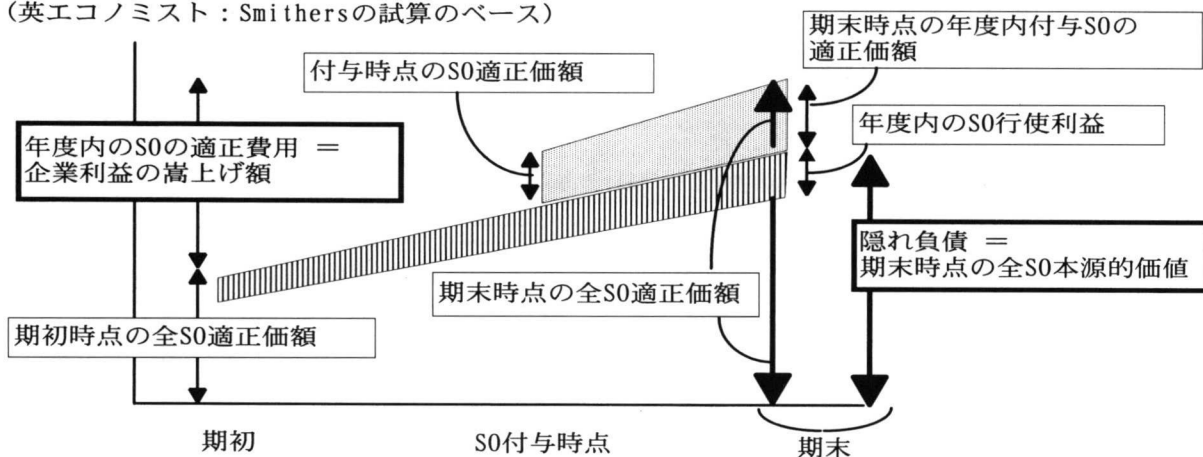


(図表 1 2) 「隠れ負債」類似概念の比較図

(株価：上昇トレンドをもつものと仮定)



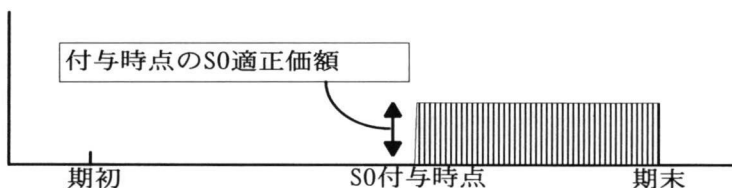
(英エコノミスト：Smithersの試算のベース)



英国のエコノミスト、A. Smithers氏は、「隠れ負債」を、(未行使残のSOの本源的価値の総額、ではなく)「未行使残のSOの適正価額の総額」という別の定義で捕捉する考え方にに基づき、米国企業時価総額上位200社中の100社のデータ集計値を米国企業全体に適用して試算を実施。これによると、①米国企業全体の「隠れ負債」総額は、95年の750億ドルから96年には1,630億ドルと2倍以上に急増、②「隠れ負債」総額のGDPベース税引前利益に対する比率(95年12.0%→96年24.1%)、同名目GDPに対する比率(95年1.0%→96年2.1%)も同様に上昇、との試算結果。

- *一般的に、適正価額>本源的価値
- *S0適正価額は、株価の変動に従い変動する。
- *年度内に付与したS0の適正価額は株価上昇時では、付与時点<期末時点となる。

(FAS123におけるS0費用：米国大手インベストメントバンク等試算ベース)



- *年度内に付与したS0の費用のみ算出。
- *費用算出以降は株価の変動の影響を受けない。

(b) 企業行動としてのSO付与の合理性判断基準

前述のとおり、SO利用に際しては自社株買いと組み合わせがほぼ不可欠となるが、同時に自社株買いは、実際に、企業が事業活動の結果として得たフリー・キャッシュフロー（以下、FCF）^(注16)を消費する^(注17)。このFCFの使途を企業が検討する場合、通常は、企業価値の最大化という行動基準に照らして最も合理的な選択を、①新規投資（含む設備投資）、②借入金返済、③自社株買い、④配当金支払、等の中から行うことが必要となる。したがって、自社株買いを必要とするSO付与の是非を判断する際には、SO付与によるメリット（節税効果、賃金<キャッシュフロー流出>抑制効果、インセンティブ付与により間接的に期待される企業価値の向上）が、SO付与によるデメリットである希薄化を免れるための自社株買い実施のコスト（当該実施分だけ、実物投資や借入金返済を行わないという機会費用）を上回るかどうか、を総合的に検討することが必要である。

以下では、SO付与のための総合判断に際して重要となる、自社株買い実施のコスト（機会費用）をどのように考えるかについて整理し、かつ最近の動向につき一部検討する。ここで重要なインプリケーションを予め指摘すると、次のとおり、SO付与にも、下記のようにコスト面の限界があるということである。すなわち、まず、SO付与を通じて株主利益の最大化を実現させようとする過程で、仮に「実績利益の上昇以上の株価上昇」が続けば、株式益利回り

($= 1 / \text{実績PER} = \text{実績EPS} / \text{株価}$)が低下する。この株式益利回りの低下は、単純化すれば、自社株買いの相対的成本を上昇させる。しかし、SO付与を続ける限り、企業は、SO行使に備えて高コストの自社株買いを続けていかなければならない。こうした高コストの自社株買いは、「その前提としてのSO付与によるメリットが、将来生じる可能性があるコストを上回って余りある、とSO付与時点で判断した場合以外は、合理的な企業行動とは言い難い。仮に、結果的に当該メリットがコストを下回る場合は、企業価値を毀損し、株価下落リスクを孕む。こうした意味で、株価上昇を伴いつつSOの利用拡大が永続的に続くことは、SO付与によるメリットの拡大が続かぬ限り、想定し難いのである。

(c) 自社株買いにかかるコストの考え方

以下では、自社株買い実施のコスト（機会費用）をどのように考えるかについて、（同自社株買いを行う前提にある、SO付与に伴うメリットの存在は一旦捨象した上で）整理する。具体的には、上記の①新規投資（含む設備投資）、②借入金返済、③自社株買い^(注18)、が如何なる条件の下で、企業価値ないしEPSを上昇させるかについて比較する^(注19)。予め、結論を簡単に述べると、（SO付与に伴うメリットの存在は捨象して考えると、）企業が自社株買いを合理的に選択するのは、自社株買い後の株式益利回り ($= 1 / \text{PER}$) が、資産の税引後投資収益率や

(注16) FCF = 税・金利控除前経常利益 (EBIT) - 減価償却費 ± 運転資本増 (減) - 設備投資 - 法人税等

(注17) 新株発行もFCF（または内部留保利益）を消費するとも考えられるが、ここでは割愛。

(注18) 勿論、SO行使への対応は必ずしも自社株買いの唯一の目的ではない。実際に、自社株買いの動機のサンプル調査の高順位に、「他の投資に比べて収益率の高い投資であるため」が挙げられることが多い。

(注19) ここで、④配当金支払は、FCFの社外流出であること、等を踏まえ比較から割愛した。

税引後支払金利（金利コスト）を上回った場合である。

（企業にとっての合理性判断基準の考え方）

まず、①新規投資（含む設備投資）、②借入金返済、③自社株買いは、如何なる条件の下で企業価値ないしEPSを上昇させるか整理する。

①新規投資（含む設備投資）の場合

資産の増加という形で企業価値を上昇させる。しかし、資本コストを上回る収益率の投資案件であることが必要で、新規投資を行えば必ず企業価値が上がるというわけではない。

この時のEPSは、使用FCF額を F 、投資 F から得られる税引後投資収益率を r 、投資 F 以前の税引前純利益を R 、発行済株式数を S とすると、

$$\frac{\text{投資前の純利益} + \text{投資利益}}{\text{発行済株式数}} = \frac{R + rF}{S}$$

で表される。

②借入金返済の場合

金融収支の改善という形で企業価値を上昇させる。この時のEPSは、支払金利を i 、税率を t とすると、

$$\frac{\text{純利益} + \text{金融収支改善額}}{\text{発行済株式数}} = \frac{R + iF(1-t)}{S}$$

で表される。

③自社株買い（含む自社株買い消却）の場合

EPSやROE（自己資本利益率）を上昇させることによる株価上昇、という形で企業価値を上昇させる。この時のEPSは、株式の時価を P 、また P を自己株式取得価格とすると、

$$\frac{\text{純利益}}{\text{発行済株式数} - \text{自社株買い株数}} = \frac{R}{S - F/P}$$

と表すことができる。

次に、③自社株買いによるEPSの上昇効果が、①新規投資や②借入金返済によるEPS上昇効果を上回るためには、どのような条件が必要かを整理しよう。

①新規投資（含む設備投資）を上回るためには

$$\frac{R}{SP - F} > r$$

すなわち、自社株買い後の株式益利回り（ $1/PER$ ）が資産の税引後投資収益率（ r ）を上回ることが条件。また、

②借入金返済を上回るためには

$$\frac{R}{SP - F} > i(1-t)$$

すなわち、自社株買い後の株式益利回り（ $1/PER$ ）が税引後支払金利を上回ることが条件。なお当該条件は、借入金返済だけではなく、（自社株買い原資としての）新規借入実施についても該当する（注20）。

したがって、以上より（SO付与に伴うメリットの存在は捨象して考えると）、企業が自社株買いを合理的に選択するのは、自社株買い後の株式益利回り（ $=1/PER$ ）が、資産の税引後投資収益率や税引後支払金利（金利コスト）を上回った場合であると考えられる。

（d）現状の自社株買いコストに関する一考察

ここで、現在、実際に米国で自社株買いを進

（注20） 因みに、ROEに着目し自社株買いと借入金返済を比較しても、同様の条件が得られる。

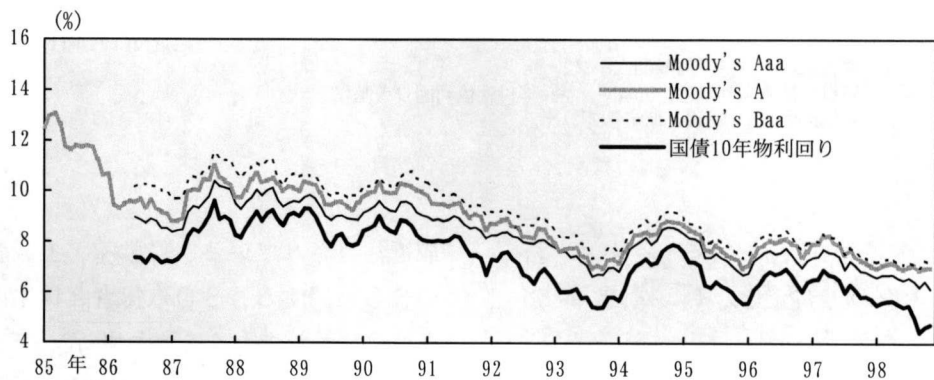
める場合、コスト面でどのような状況にあるか、前述の観点から検討を試みたい。データ面の制約を踏まえ、以下ではとくに、自社株買いと借入金返済に絞った上で、現下の金融環境の中で、自社株買いが有利であったかどうか（自社株買い後の株式益利回りが、税引後支払金利を上回っているか）を比較する。

まず、企業の支払金利の代替指標として Moody's 格付Aaa企業の社債利回りをを用いて、実効税率を一律35%と仮定した上で「税引後支払金利」を便宜的に作成（注21）し、S & P 500の株式益利回りと比較すると、87年のブラック・マンデー時、91～92年の景気後退時に次いで、97年以降は自社株買いより借入金返済が有利な方向に向かっていた姿が窺われる（後掲図表14）。一方、この時期のN Y ダウ29社（Travelers Groupは、連続データが得られなかったため除く）のFCFとその使途の推移をみると（後掲

図表15）、95年、96年と、FCFのうち配当支払額を除いた大半が自社株買いに充てられていたことがわかる。さらに97年には、自社株買いと配当支払額の合計額が、FCF総額を超過しており、当該超過部分は新規借入金により調達しているとみられる。

このように、機会費用を考えるとかなり高コストであった97年中の自社株買いは、「その前提としてのSO付与によるメリットが、結果的なコストを上回って余りあった」場合以外は、SO付与時点での企業の判断が誤っていたことになる、と評価されよう。因みに98年夏から秋にかけては、株価が下落ないし軟調に転じたことによる益利回りの反転上昇から、借入金返済の有利度は後退の方向にあるとはいえ、貴重なFCF（注22）の用途を自社株買いに振り向けるべきか慎重に検討すべき環境にあったと考えられる（当該観点については、後掲補論2も参照されたい）。

（図表13） 利回り推移



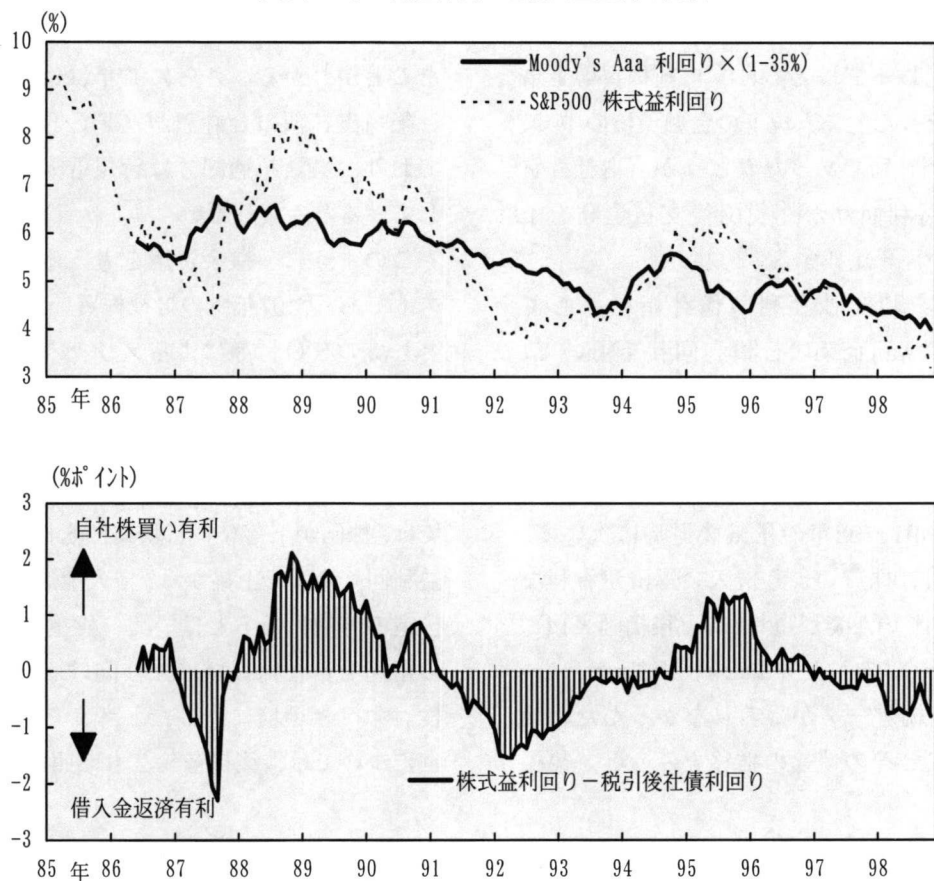
直近値は98年11月末

（注）格付別社債利回りは、残存年限20年以上ベース。

（注21）なお、企業の借入金返済は銀行借入に関して行われる（社債の途中償還はあり得ない）、また短期借入金の利率は一般的に長期のものと比較して低い、ことを踏まえると、実際の支払金利は、本稿で便宜的に用いたMoody's Aaa格企業の社債利回りよりも低いと考えられる。したがって、株式益利回りと水準比較をするには幅を持つてみる必要があるが、いずれに有利な方向に向かっているかを捕捉するには有用であろう。因みに、本稿で用いたMoody's Aaa格社債利回り（残存年限20年以上ベース）を、他の主要利回りと比較してプロットすると、図表13のとおり。

（注22）98年入りのEPSの伸び率の鈍化やマクロ経済の動向を考慮すると、98年度は97年度に比べEPSないしFCFの伸びも鈍化する可能性が高い。

(図表14) 自社株買いと借入金返済の比較



直近値は98年11月末

(注) 株式益利回りは、S&P500ベース。
 税引後社債利回りは、Moody's Aaa格付社債利回りを基に
 実効税率を一律35%と仮定して算出。

5. ストック・オプション取得者と株主の利益配分に関する問題

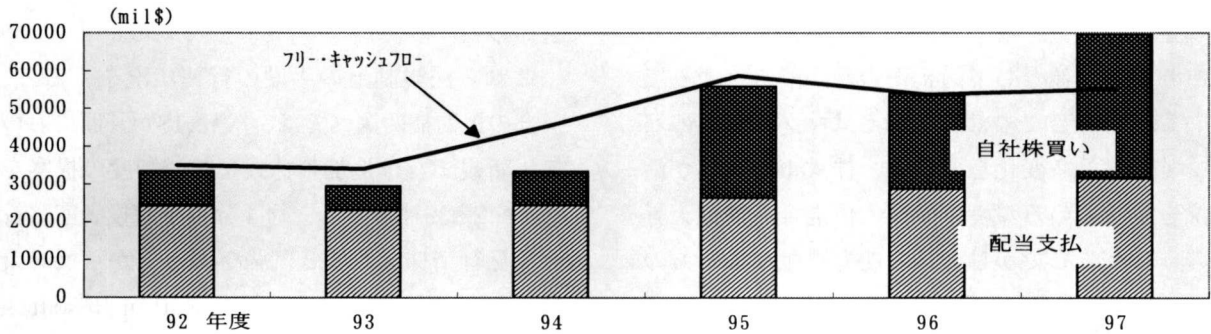
SOの導入・運用の在り方次第では、必ずしも株主利益を最大化することには繋がらない場合もあり、そうしたSO付与企業の行動が孕むSO取得者(総所得の最大化を行動基準とする)と、株主(株主利益の最大化を行動基準とする)の間の利益配分上の相反問題がある。ここでは、こうした観点での特徴的な動きの一つとして、

最近注目されている、経営陣・上級管理職向けのSOに関する、SO取得者と株主の対立につき簡単に触れておくこととする。

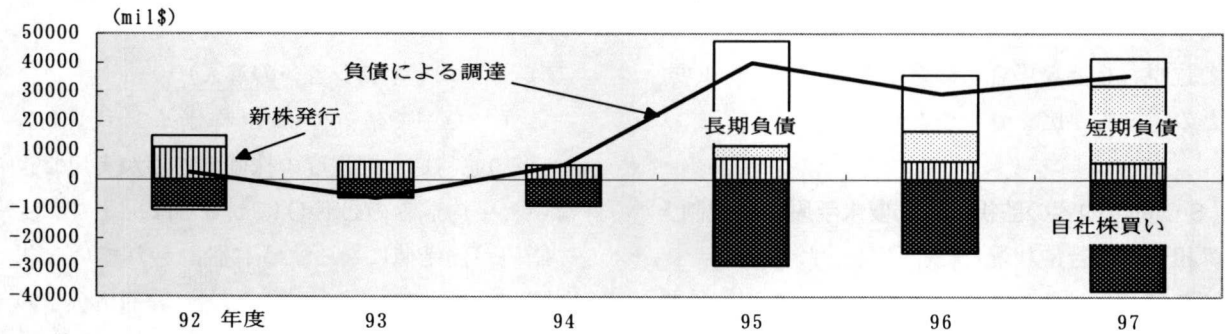
すなわち、米国では、経営陣(CEO<最高経営責任者>、取締役、業務執行役員等)ないし上級管理職に対する報酬の高額化が目立つ中で、経営陣による「恣意的で過大なSOの付与」が行われる可能性を排除すべく、株主の立場からのチェックを強化する動きが目立っている。とくにCEOの高額報酬化が最近では顕著

(図表15) キャッシュフローの使途と資金調達

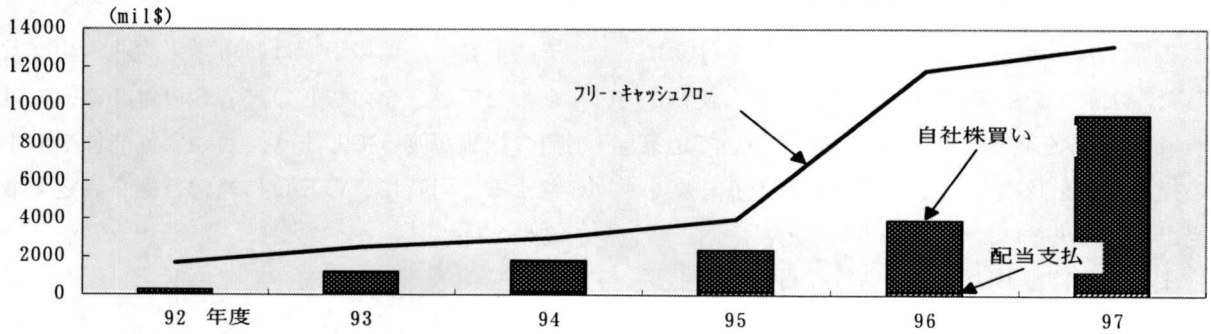
【キャッシュフローの使途】 — ダウ工業株30種採用企業 (除くTravelers Group)



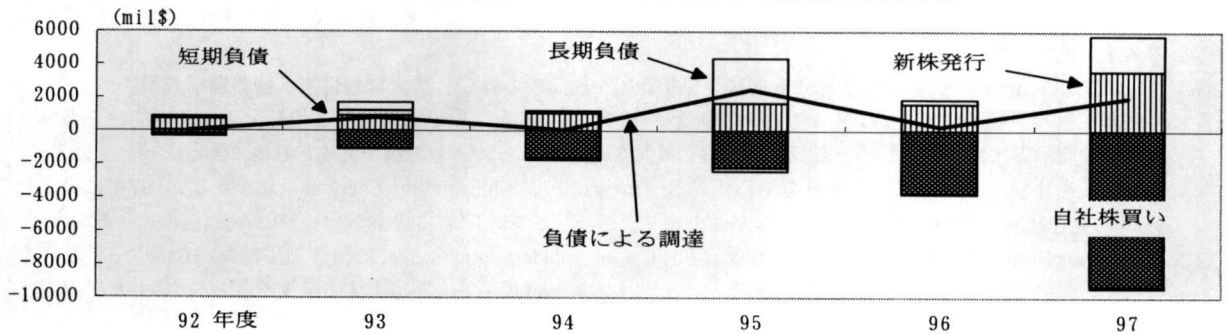
【資金調達】 — ダウ工業株30種採用企業 (除くTravelers Group)



【キャッシュフローの使途】 — NASDAQ時価総額上位10社



【資金調達】 — NASDAQ時価総額上位10社



(注) Bloomberg、SEC Form 10-K より入手したデータで当方作成。

(例：Walt Disney社の会長兼CEOのM. Eisner氏がSO行使により総額6,500万ドルもの株式売却益<米国史上最大>を97年1年間で獲得)であり、報酬額として適正か否かが論点となっている。こうした中で、①例えばマクロ景気のパフォーマンス変化を背景に、株式市況全体が活況を呈している環境下では、個別企業株価上昇のうちどこまでがCEOの能力貢献によるものかの「業績査定」が重要^(注23)、②その上で、SOを通じた報酬額が当該査定から過大に乖離した高額なものとならないよう、各種報酬プランへの監視、必要な場合には修正を迫ることが重要、との考え方が広まりつつある。

(SO付与内容の監視・修正要求手段の法規制上の担保と、行使状況)

ここで、法規制上の、各種報酬プランへの株主の監視・修正要求手段担保の歴史を簡単に振り返ると、まず、92～93年にかけてのSECによる委任状説明書^(注24)における役員報酬に関わる開示ルールの改正^(注25)が、監視を容易にした。次いで、93年には、クリントン大統領が「一定の条件を満たさない高額報酬について企業の損金算入を認めない」、とする税制改正法案を提出し、可決された^(注26)。

また、取締役および業務執行役員を対象とす

るSOの付与について、株主の承認を得る社内体制を持つことが、NYSE上場、NASDAQ公開の条件の一つ^(注27)となっている。

これら法規制上の手段の行使状況をみると、一部の民間機関調べでは、「過去18か月間において、新規または追加の株式型報酬制度の提案を行った2,532社のうち、約4分の1が投資家（総計で発行済株式数の2割強を握る）から反対票を受けた」（Strategic Compensation Research Associates）との結果が報告されている。

(プレミアム・オプションの導入)

こうした中で最近では、「株価インデックス（＝平均並み）と同程度の株価上昇しか実現できない、平均並みのCEOにとっては、オプション価値が無価値になるように設計されている」、所謂「プレミアム・オプション」（非適格SOの一形態：行使価格が付与時の時価よりも相当高く設定されている等）を導入する企業が増えてきている。これは、株価インデックスが急ピッチに上昇する環境下では、市場平均並みの経営をしたに過ぎないCEOにもSO付与ゆえに巨額の報酬が渡ってしまう、という可能性を縮小させると同時に、CEOに経営目標を設定する効果を持つ。

(注23) このため、米国では、社外取締役による「報酬委員会」が設置されている企業が多く存在する。因みに、CEOの業績評価の基準例は図表16参照。

(注24) Proxy statements。企業が株主総会を前に委任状提出を勧誘する際に、株主に送付する情報開示書類。

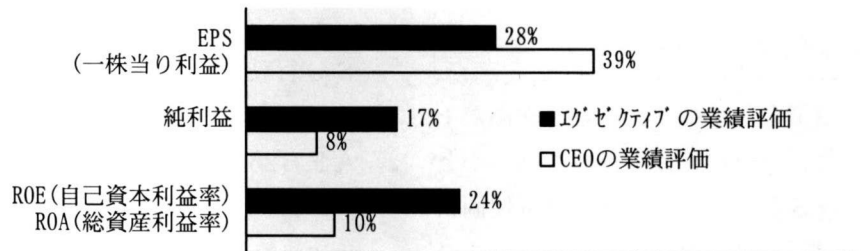
(注25) 92年に、役員報酬に関わる新しい開示対象項目を採択。93年に、（投資家の理解と他社との比較可能性を高める目的で）開示方法の指定を行い、委任状説明書の中での統一フォーマット開示が実施されることとなった。因みに、代表的な委任状コンサルタント会社であるISS（Institutional Shareholder Services）によれば、「97年に扱った8,500の委任状説明書のうち、45%がSOや他のボーナス・プランに関する提案を行っている」状況。

(注26) Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993。IRC（Internal Revenue Code<内国歳入法典>）162条に、CEOを含む高額報酬上位5名で、各人につき100万ドルを超える部分は損金算入不可とする条文を、(m)項として追記。

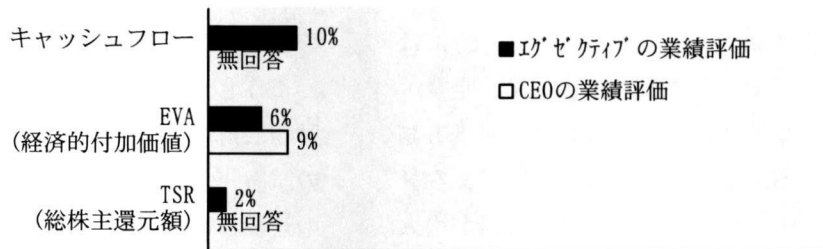
(注27) NYSE Listed Company Manual Para. 312.03。

(図表 1 6) CEO等の業績評価の基準

利益ベースの基準を採用



経済価値ベースの基準を採用



(注) 複数回答。

(資料) ワー・ス・ベリ「1997年度米国企業のエグゼクティブ報酬調査」

6. 株価下落時のストック・オプション運用に絡む問題

最後に、株価下落時のS O付与企業の行動に絡む問題をみておこう。これも、前章で挙げた問題と同じく、S O取得者と株主の間の利益配分にも関係しているが、とくに現下の株価環境(米国株価は、これまで長期にわたり急ピッチの上昇局面を続けてきたが、7月上旬を既往ピークとして、下落基調ないし軟調に転じた。その後、10月央から11月中にかけては上昇基調に復した)の下で、報酬制度の決定プロセスや情報開示の在り方に注目が高まっている問題である。

株価下落時に目立つS O運用面の特徴は、「S O行使価格の下方修正」である。すなわち、

S Oを付与された従業員等にとってS O行使メリットは、株価下落により縮小・解消してしまう。このため、S O行使が減少ないし不可能になるが、これは、企業・株主にとってもS O付与本来のメリットの縮小・解消に繋がる。例えば、企業にとっては、節税効果の剥落や賃金上昇圧力の顕現化(とくに、当該企業の株価下落率が相対的に大きい場合は、ジョブ・ホッピング<高賃金を求めた転職>を抑える効果を持つことから「金の手錠」とも呼ばれてきたS Oの効果を外れ、人材の流出が発生する恐れ)により、企業体力が減退する可能性に繋がる。また、株主にとっては、こうした企業体力減退は、更なる株価鈍化・下落の要因ともなる。

株価鈍化・下落⇒S O未行使⇒節税効果による企業利益の嵩上げ要因剥落＋現金による賃金上昇圧力の顕現化（＋人材流出）⇒株価の更なる鈍化・下落。

こうした悪循環を防ぐべく、一旦、株価が下落し始めた場合、如何にS Oを行使させるかという観点から「S Oの条件改訂＝S O行使価格の下方修正」が行われるのである。ただしここで、S O行使価格の下方修正によって、未行使S Oの価値が増大し、この結果、対応にかかるコストが増大するという意味で、実質的には「費用」が発生する。したがって、本来、企業・株主・S O取得者の各々の立場から、同下方修正後の価格でS O行使をさせることによるメリットとデメリット（未行使S Oの価値が増大し、この結果、対応にかかるコストが増加する）を比較考量し、その実施の是非を総合的に判断する必要がある。

しかし、現行規定では、S O行使価格の修正において必ずしも株主の同意は必要なく、企業経営側（実際にはS O取得者であることが大半）のみで判断・決定できてしまう。これは、決定プロセスの客観性・透明性欠如、という観点で問題がある。実際に、米国では98年夏から秋にかけての株価下落を眺め、S O行使価格を引き下げる企業が増加している中、一般投資家・株主の間では「S O取得者（総所得の最大化を行動基準とする）の立場のみを考慮した措置であり、株主利益の毀損に繋がる可能性が高く（節税効果・賃金抑制効果等の維持がひいては株主

利益の下支えに繋がる金額よりも、実質的な「費用」の発生額の方が大きく）、不公正である」との意見が強まっている。

また、情報開示面でも問題がある。すなわち、S O行使価格の下方修正「費用」の発生は、仮に下方修正の行使価格が時価に等しい場合、A P B 25（注28）ベース（本源価値法）ではゼロであり、F A S 123（注29）ベース（適正価値法、年次決算ベースのみ公表）においてのみ発生し開示される、という点である。これは、株主・投資家からみた透明性欠如になり、企業行動へのチェック機能が十分に働かない。

こうした状況を考慮し、F A S B（注30）（米国財務会計基準審議会）は98年9月初、規制強化の試案（修正後の新たな行使価格と現在の株価の差額に、S O対象株式数を掛けた金額を、費用として決算に反映させる方向）を纏めた。今後、S E Cの認可を待って、99年後半には施行することを目指しており、こうした規制変更がS O制度の運用に及ぼす影響が注目される。

なお、前述したような、S O取得者である経営者が、ハイリスク・ハイリターン型の事業戦略や、当面の株価上昇を企図した近視眼的事業戦略を採る可能性、はとくに「株価下落によりS O行使メリットが消滅しかかっている」ような環境下で顕現化しやすいと考えられる。実際にそうした問題例がここへきて表面化している訳ではないが、こうしたモラル・ハザードが発生しないよう、株主が経営側（S O取得者）の行動をチェックすることが必要である。

（注28） Accounting Principles Board Opinion NO.25, "Accounting for Stock Issued to Employees".

（注29） Statement of Financial Accounting Standards No.123, "Accounting for Stock-Based Compensation".

（注30） Financial Accounting Standards Board

7. 結びに代えて

以上でみたように、SO制度の先発国である米国でも、長い歴史をかけて同制度に関する「メリット」と「問題点」の認識が深められてきた。とくに、後者の面については、SOが決して低コストの報酬制度とは限らないこと、「隠れ負債」が巨額化する中で自社株買い対応を続けていくことにはコスト上の限界があること、を認識することが重要である。また、SOはその導入・運用の在り方によっては、必ずしも株主利益を最大化することには繋がらない場合もある。米国では、こうした問題点を踏まえつつ、株主・市場のチェックによりその効用を最大限に引き出すための各種制度改正の議論が進めら

れてきたのである。

翻って日本でも、1997年6月に、SO制度を本格導入するための「商法の一部を改正する法律」が施行され（一部を除く）、漸く個別企業において具体的な導入の動きが始まっている。今後、企業がSOを導入・運用するに際しては、米国での先例も参考にしつつ（日米のSO制度が諸々の点で異なることには留意の要）、SOのメリットと問題点の両面を踏まえ、その費用対効果を、株主（一般投資家）の視点からも十分に検討することが重要である。そうしたことが、市場メカニズムを有効に利用した、企業成長のインセンティブ付けに繋がると思われる。

[BOX]

ストック・オプションにかかる優遇措置

米国でSOが幅広く普及した背景には、財務会計・税務処理上の優遇措置が存在すること、が大きく影響している。これは、ごく簡単化して言えば、非適格SOについて適用される、「SOを付与した段階を含めて企業は会計処理上で費用計上する必要がない一方で、SO行使時には税務上で費用として認識し損金算入が可能である」との扱いを指す。以下で最近の見直しの動きを含め、やや詳しく紹介する。

(a) スtock・オプションにかかる税務上の損金算入

企業は、「行使時にオプション取得者が認識する所得で、取得者に課税が発生する部分」について、他の所得制度と同様に、法人税上での損金算入が認められる。

この仕組みをやや詳しくみると、以下のとおり。

① 一定の要件（SO計画への株主の承認、行使価格は付与時の時価以上等）を満たした、奨励型SO（ISO）の場合は、取得者にオプション付与時・行使時の課税が発生せず、株式の売却時に繰り延べられるという取得者にとっての優遇税制措置がある（注31）一方、企業には法人税上の損金算入が認められず、節税メリットはない。

② とくに一定の要件を満たす必要がなくプラン設計につきフレキシビリティを持つ非適格SO（NQSO）の場合には、オプション取得者に対して、「行使時に認識する所得（＝株式の市場価格と行使価格の差額）」に関してSO行使時に給与所得としての課税が発生する（＝取得者にとっての優遇税制措置はない）一方、企業は当該給与所得認識額につき法人税上で損金算入することが認められており、企業に節税メリットが発生する。

—なお、NQSOに関する法人税上の優遇措置についても、若干の見直しがあり、93年以降は、「CEOを含む高額報酬上位5名で、各人につき100万ドルを超える部分は、損金算入は不可」とされた。

(若干の評価)

現在、米国で広く普及しているのは、ISOではなく、NQSOである。これは、①SO取得者にとっての優遇税制のメリットが、所得税減税の影響で88年には所得税（個人最高税率）とキャピタルゲイン税が28%で並ぶなど縮小したこと（最近の所得税増税とキャピタルゲイン減税でメリットはやや拡大したが、その影響はネグリジブル）、②企業側は、損金算入による節税メリットが維持される限り、比較的設計自由度が高いNQSOの導入を志向すること、が影響しているとみられる。これは、すなわち、SO取得者が個人の節税メリットを捨てて、企業のメリットを優先することにより、それによる株価上昇が享受できることを期待してきたことの現れではないかと推察される。

(b) スtock・オプションにかかる会計上の取扱い

次に、会計上の取扱いの変遷についてみる。

(APB25における費用計上の免除)

72年に制定された従来の財務会計基準（APB25）においては、SOの費用は、一部のケースを

（注31）SOの取得者に関する課税は、いつ（付与時・行使時・株式売却時）、どのように（所得税・キャピタルゲイン税）課税を行うか、という点が問題である。一般原則の下で課税が為されるとすると、①付与時には経済価値が確定しないため課税は発生せず、②行使（株式取得）時に、行使価格と時価の差額（報酬が確定）に所得税が課され、③株式売却時に、行使時の時価からの値上がり益についてキャピタルゲイン税が課されることになる。このため、オプション取得者は、株式を売却しなければ資金が得られないにも拘わらず、②の時点では、税金を含めて支払超となる。これを回避するために、制度上、「一定の要件が満たされれば、行使時（②）の課税が株式売却時（③）まで繰り延べられ、すべての利益（株式売却価格－オプション行使価格）につきキャピタルゲイン税（所得税よりも低率）で課税する」との優遇措置が認められている。現行制度は、81年に導入されたもので、ISOであることを要件としている。

除き、計上しなくてもよい扱いであった（注32）。こうした優遇措置は、通常の報酬と異なり、①現金支出を全く伴わないこと、②付与日におけるSOの適正価額（fair value）の算出が容易ではないこと、等を理由としたものであった。

（FAS123の選択的導入による、費用認識の変化）

しかし、APB25に対しては、①経済的に企業価値や株式価値に影響を与える行為が会計上認識されないのはおかしい、②付与時にもオプション自体には価値があるのだから報酬として認識されるべきではないか、との批判が相次ぎ、80年以来の検討の結果（ブラック・ショールズの公式や2項モデル等のオプション適正価額算定モデルの開発も貢献して）、95年に米国財務会計基準審議会（FASB）は、新しい会計基準「FAS123」を公表した。FAS123では、「適正価額法」によるSOの現在価値を費用として計上する扱いとなった（APB25とFAS123の比較は、BOX図表1）。

しかし、FAS123は強制適用ではない。すなわちFASBは、「FAS123を採用した場合のSO費用と当期利益及びEPS（これを、＜Pro forma＞ベースという）」を、脚注表示することを条件に、引き続き従来型のAPB25を採用することを認めている。また、この開示義務は年次ベース（SECに報告される10-K）のみであり、四半期ベースではない点にも、注意が必要である。

（BOX図表1）会計処理変更に伴うEPSへの影響

		APB25 (従来型)	FAS123 (96年度以降選択適用)
報酬費用の測定日 (1)		付与数及び行使価格の確定した日	ストックオプションの付与日（価格固定及び変動両タイプとも）
報酬費用の計上 (2)		(1)における本源の価値（行使価格－測定日の時価、両価格を同一とすれば費用計上なし）	(1)における現在価値（「ブラック・ショールズ」または二項モデル等を用いた「適正価額法」により算出）
測定対象のオプション数 (3)		発行されたオプション総数	発行されたオプション総数あるいは見積行使オプション数
所得税の会計処理		報酬費用が計上されていない場合は、損金算入相当額を資本剰余金に計上	損金算入による節税は、報酬費用の計上により利益が減額することで部分的に相殺
APB15 (従来型)	Primary EPS	当期利益－(2)本源の価値 発行済株式数＋普通株式相当証券	当期利益－(2)現在価値 発行済株式数＋普通株式相当証券
	Fully Diluted EPS	当期利益－(2)本源の価値 発行済株式数＋普通株式相当証券＋(3)	当期利益－(2)現在価値 発行済株式数＋普通株式相当証券＋(3)
FAS128 (97年10-12月期より適用義務)	Basic EPS	当期利益－優先株配当－(2)本源の価値 発行済株式数	
	Basic EPS (Pro forma)		当期利益－優先株配当－(2)現在価値 発行済株式数
	Diluted EPS	当期利益－優先株配当－(2)本源の価値 発行済株式数＋普通株式相当証券＋(3)	
	Diluted EPS (Pro forma)		当期利益－優先株配当－(2)現在価値 発行済株式数＋普通株式相当証券＋(3)

（注） FAS123を採用しない場合でも、その結果は脚注表示義務。公表頻度は年次ベース。

発行済株式数は、普通株の期中平均発行済株式数を表す。

（資料） 野村證券金融研究所作成資料をもとに当方作成。

（注32） APB25では、オプションの価値は本源の価値で認識され、付与日の時価が行使価格を超過していなければ費用として認識されなかった。例えば、固定SO（Fixed Stock Option：所定の勤続年数を経れば自動的に受給資格が確定）は通常本源の価値はゼロである一方、業績ベースSO（Performance-Based Stock Option：業績の拡大等を条件に受給資格が確定）は本源の価値が存在する場合が多く、SOの種類により見掛け上の財務諸表が異なる、という問題が指摘されていた。

(FAS128の導入による、希薄化後EPSの開示)

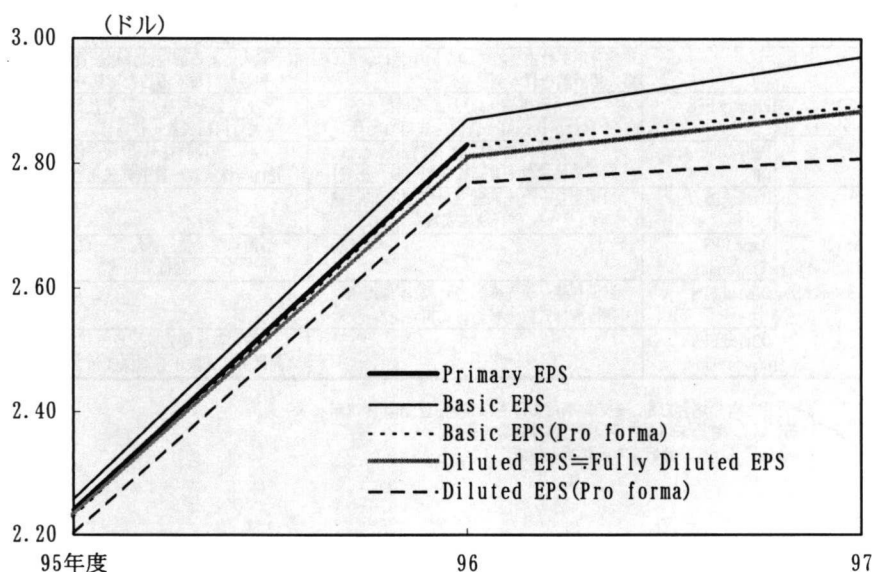
その後、97年2月、FASBはEPS（一株当たり利益）の公表形式に関して、従来のAPB15に変わる「FAS128（注33）」を強制適用する旨、公表した。これは、①米国特有のEPS概念を変更し、国際会計基準の概念に調和させたこと、②四半期毎に開示される、未行使のSO等による将来の発行済株式数変化の影響を考慮した株数を分母として計算した「希薄化後のEPS」（「Diluted EPS」）を導入したこと、が大きな意義を持っている。なお、FAS123を採用したSO費用計上後の利益を分子にして計算した希薄化後のEPS（「Diluted EPS<Pro forma>」）の公表義務は、引き続き年1回である。

すなわち、FAS128の導入により、企業は、従来までの「Primary EPS」（＝従来、米国でEPSという場合に認識の対象となっていたもの。米国特有の概念）、「Fully Diluted EPS」の2系列のEPS公表に替えて、「Basic EPS」（＝国際会計基準委員会の公表する基準と調和）、「Diluted EPS」の2系列のEPSを97年10-12月期分から四半期毎に公表することとなった。さらに、年1回の年間決算では、同2系列に加えて、「Basic EPS<Pro forma>」、「Diluted EPS<Pro forma>」も併せて公表することとなった。NYダウ30社ベースでの各EPSの水準をみると、従来市場が注目していた「Primary EPS」に比べ、「Diluted EPS<Pro forma>」は、数%程度低水準となっている（BOX図表2）。

(c) メリットの残存

以上でみたように、近年ではSOに対する「優遇措置」を見直す動きが続いているが、依然として、FAS123を適用したとしても、費用認識日（会計上の概念）と損金控除額算定日（税制上の概念）のズレから「損金控除額>費用累積額」となり、損金算入効果によって費用は相殺されるという企業側のメリットが存続する可能性がある。こうしたSOの費用と損金控除額の不一致に着目して、最近では「SOに関わる費用の損金算入を認めるべきではない」という議論も存在している。

(BOX図表2) NYダウ採用企業EPS推移



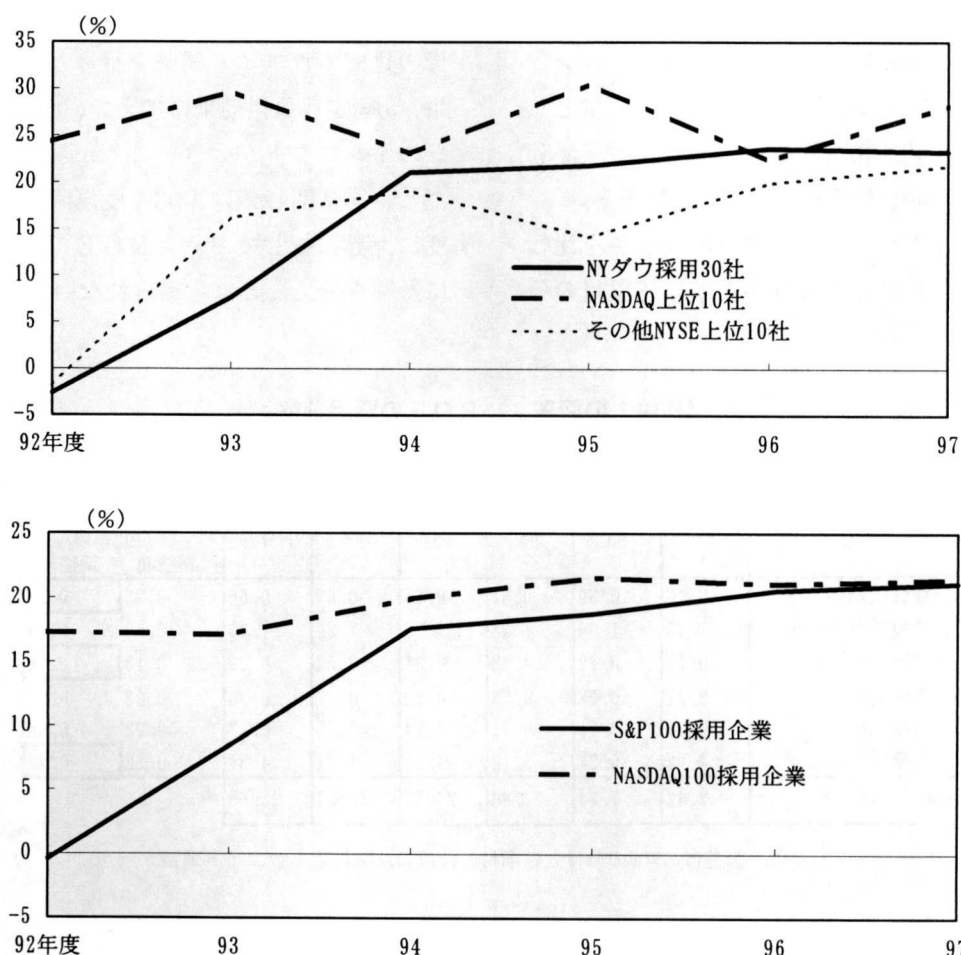
(注33) Statement of Financial Accounting Standards No.128, "Earnings per Share". FAS128は、強制適用である。APB15において、「Fully Diluted EPS」は、「Primary EPS」との較差が3%以下である場合には公表する義務はなかった。

補論1：ストック・オプション 利用による企業価値の 上方修正効果試算

米国企業の価値について、その代表的尺度としてROE（注34）をみると、NYダウ30社ベース（注35）で、92年度のマイナスから97年度では

20%強にまで改善してきた（補論1の図表1）。以下では、まず、こうした企業価値の上昇について要因分解を行った上で、次にその要因にSOがどのような影響を与えたかを、NYダウ30社にNASDAQ時価総額上位10社等を加えて分析することとする。

（補論1の図表1）ROE推移



（注34）ROEには幾つかの定義があるが、ここでは、普通株を基本に、利益には（当期利益－優先株配当）を、自己資本には普通株自己資本を用いることとする。

（注35）98年4月現在における採用先企業30社のデータを用いている。

(a) ROE改善の要因分解

NYダウ30社のROEを、下記の6要因に分解する（補論1の図表2）。

①税負担効果＝（当期利益－優先株配当）／税引き前利益

②特損益負担効果＝税引き前利益／利払い後営業利益

③固定費^{（注36）}負担効果＝利払い後営業利益／限界利益

④限界利益率＝限界利益／売上げ

⑤資産回転率＝売上げ／期中平均総資産

⑥財務レバレッジ＝期中平均総資産／期中平均（普通株）株主資本

ROE＝①×②×③×④×⑤×⑥＝（当期利益－優先株配当）／期中平均株主資本

上記要因分解から、ROEの上昇にトレンドとしてポジティブな影響を与えたのは、主として①税負担効果、③固定費負担効果、④限界利益率、⑤資産回転率であったことが分かる。

さらに、各要因のインパクトの大きさを比較するために、ROEの分母を基準に各項目の分

母の比率でウエイト調整を行うと、①税負担効果、③固定費負担効果に加えて、⑥財務レバレッジのインパクトが大きいことが看取される。ただし、⑥に関しては、93年度以降低下し、97年度に上昇に転じており、ROEの上昇トレンドに影響を与えたとは考えられない^{（注37）}。以上よ

（補論1の図表2）ROEの要因分解

NYダウ採用30社のうち6年間の継続データが得られる26社

	92	93	94	95	96	97年度	97-92年度	
							調整前	調整後
①税負担効果	-0.13	0.30	0.61	0.61	0.65	0.66	0.79	0.30
②特損益負担効果	1.45	1.05	1.28	1.26	1.29	1.33	-0.12	-0.04
③固定費負担効果	0.15	0.22	0.28	0.31	0.32	0.28	0.13	0.14
④限界利益率	0.27	0.28	0.28	0.29	0.27	0.30	0.03	0.10
⑤資産回転率	0.71	0.72	0.71	0.74	0.75	0.72	0.02	0.08
⑥財務レバレッジ	4.62	5.24	5.18	4.81	4.74	4.84	0.22	0.22
ROE (%)	-2.42	7.24	22.80	24.17	26.27	25.66		

（注）調整は、ROEの分母と各項目の分母の比率によるウエイト調整。

（注36）なお、固定費の算出において、人件費が金額ベースでは取得不可能なことから、ここでは「人件費＝販管費の2分の1」と仮定した。また、固定費・変動費の定義は、以下のとおり。

固定費＝人件費＋減価償却費＋金融費用

変動費＝売上げ－固定費－利払い後営業利益

（注37）因みに、財務レバレッジについては、本文（前掲図表15の関連箇所）で、SOと不可分の自社株買いの限界とキャッシュフローの圧迫による「財務レバレッジの上昇」について触れている。

り、92～97年度のNYダウ30社のROE改善に寄与したものは、主として（１）売上げの伸び、（２）固定費（人件費）の抑制、（３）実効税率の低下、であったと評価できる。

そこで、以下では、SOが、（２）（３）^{（注38）}にどの程度の影響を与えたのかを、NYダウ30社、NASDAQ時価総額上位企業10社、その他のNYSE上場時価総額上位企業10社の計50社で試算した。

（b）ストック・オプションの賃金抑制効果

SOの賃金抑制効果については、「SO取得者が、SO付与を契約した時点において、将来何年間かのSO行使可能期間における株式取得、およびその後の当該株式売却により所得増加を期待した金額」が、当該時点の賃金抑制金額に相当する、と捉えるべきである。この金額は、「SO付与時点の、SOの現在価値」に相当する（なお、この金額は所謂「隠れ負債」とは異なる点に留意^{（注39）}）。

この考え方に沿った既存の調査結果としては、民間会社KPMG Peat Marwick LLPの近年の調査（調査時点は96年ないし97年頃とみられる）によれば、「製造業218社のCEO（最高経営責任者）の場合、SO付与時点での平均固定給（69.4万ドル）に対して、付与された時点のSOの現在価値は1.29倍」、「金融サービス業145社のCEOの場合、同1.37倍」との結果が得られている（補論1の図表3）。

しかし、CEOのみではなく、全従業員を対象とした賃金抑制効果の試算は、データ制約上困難である。そこで、以下では、「SO導入により賃金を抑制できた比率」ではなく、便宜的に「SOにより得た利益と賃金の事後的な比較」を行う。すなわち、ある1年間の「SO行使利益金額」という「（SO取得者が契約当初期待していた所得額ではなく）事後的に実現した、SO行使による利益額」を、当該年の現金による報酬額と比較してみる（後掲枠内の②に相当）。

（補論1の図表3）米国CEOに関するSO付与時の固定給とSO価値

	(万ドル、%)		
	SO付与時の 固定給 (a)	SO付与時点の 同SO価値 (b)	(b)/(a)
製造業（218社平均）	69	90	129.0
金融サービス業（145社平均）	65	89	137.0

（資料）KPMG Peat Marwick LLPの調査（調査時点は、96年ないし97年頃）

（注38）売上げの伸びに対しての、SOの影響は計測が不可能である。なお、影響ルートとしては、株主利益を最大化する労働サービス提供のインセンティブ効果が、売上増に間接的に結びつく可能性が考えられる。

（注39）「SO付与時点の、SOの現在価値」と、本文で記述した「隠れ負債」である「現在時点で残存する未行使SOすべての、現在時点の、本源的価値」とは全く異なる。

① S Oの賃金抑制効果 — (本来の考え方)

「S O付与時点の、S Oの現在価値」÷「S O付与時点の現金報酬額」

= S Oによる賃金抑制率、○%

② 事後的な比較

「1年間に実現したS O行使平均利益金額」÷「当該1年間の現金報酬額」=○%

因みに、当該②の手法による事後的な比較を、96年中の報酬額全米上位10位のC E Oにつき行なってみると、個別例によりかなり乖離があるが、最大で現金による年間報酬の83倍のS O行使所得を96年中に得ている例がみられる（補論1の図表4）。

以下、本稿ではデータの制約上、N Yダウ30社およびN A S D A Q上位10社につき、「事後的な」S Oによる所得額と販売管理費ないし人件費を比較する。まず、1社当たりの、S O取得者全体が各年度内にS O行使により得た利益を、10-Kの情報より次のように概算する。

(補論1の図表4) 97年報酬額全米上位10位のC E O報酬

(億円<1ドル=120円換算>、倍)

CEO名 (企業名)	現金報酬 <96年中> (a)	S O行使利益 <96年中> (b)	(b)/(a)
ローレンス・M・コス (グリーン・ツリー・ファイナンシャル)	122.9	0	0.0
アンドリュース・S・グローブ (インテル)	4.0	113.5	28.2
サンフィード・I・ウェイル (トラベラーズ・グループ)	7.6	102.3	13.5
セオドル・W・ウェイト (ゲートウェイ2000)	1.2	96.4	83.1
アンソニー・J・F・オレイリー (H Jハインツ)	3.7	73.8	19.8
ステファン・C・ヒルバート (コンセコ)	33.5	28.1	0.8
ジョン・S・リード (シティコープ)	7.4	48.1	6.5
キャシー・G・コーウェル (USロボティクス)	4.1	36.6	8.9
ジェームス・R・モフエット (フリーポート・コッパー)	8.8	31.8	3.6
ジョン・T・チェンパース (シスコ・システムズ)	0.8	39.1	52.1

(資料) Forbes、97年8月号

1社当たりのSO行使平均利益金額

= 1SO当たりの行使利益×年度内に行使されたSO数

= (年度内に行使されたSOの加重平均行使価格(注40) - 年度内の平均株価(注41)) × 年度内に行使されたSO数

試算結果(補論1の図表5)をみると、1社当たりのSO行使平均利益金額が、94年以降、一貫して高伸しているが、とくに①NASDAQ上位10社平均が、常に他の40社平均を上回っていること、②97年度は、ダウ30社平均の伸びの鈍化から他の20社との格差が拡大したこと、が特徴的。

さらに、当該SOによる利益金額が、販管費に対する比率をみると、SOの行使利益の増大を受けて、94年度以降、上昇傾向にある。また、人件費を前述のように販管費の1/2と仮定して、同比率を試算すると、97年度で、NYダウ30社では5%程度であるのに対し、NASDAQ

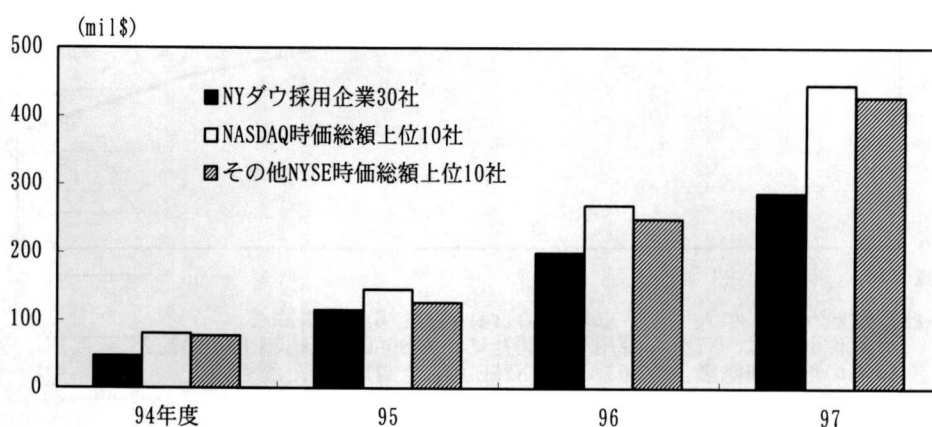
時価総額上位10社では約60%、との結果が得られる(後掲補論1の図表6)。

(c) スtock・オプションの税率低下効果

本稿で集計対象としている米国企業50社の実効税率をみると、低下トレンドを辿っている(後掲補論1の図表7)。こうした実効税率の低下には、下記のような要因が挙げられる。

- ①法人税率が低い国への海外進出。
- ②発展途上国の、投資奨励税制。
- ③米国法人税制における外国税額控除制度(二重課税回避制度)。
- ④NQSOにかかる損金算入による節税効果。

(補論1の図表5) 1社当たりのストック・オプション行使平均利益金額



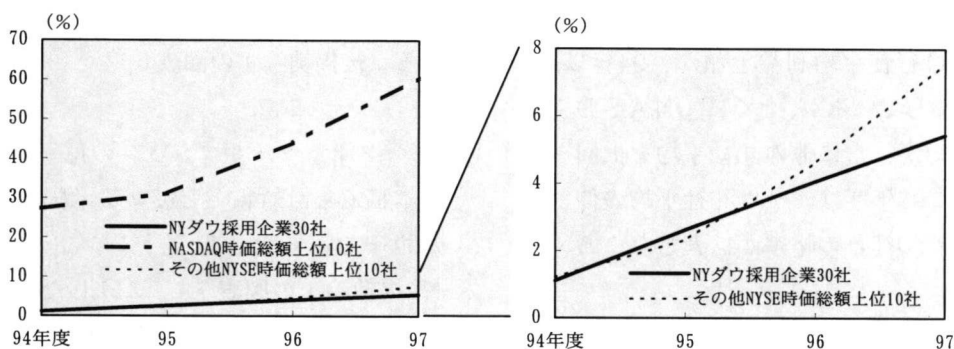
(注40) SOの加重平均行使価格が記載されていない場合は、当該行使価格レンジの平均値を用いた。

(注41) 当該年度の期初、期末株価の平均値。

このうち④を、決算報告書で「S Oの税的恩恵 (Tax benefit)」を公開しておりかつ横並び集計が可能な25社ベースおよび、うちNASDAQ

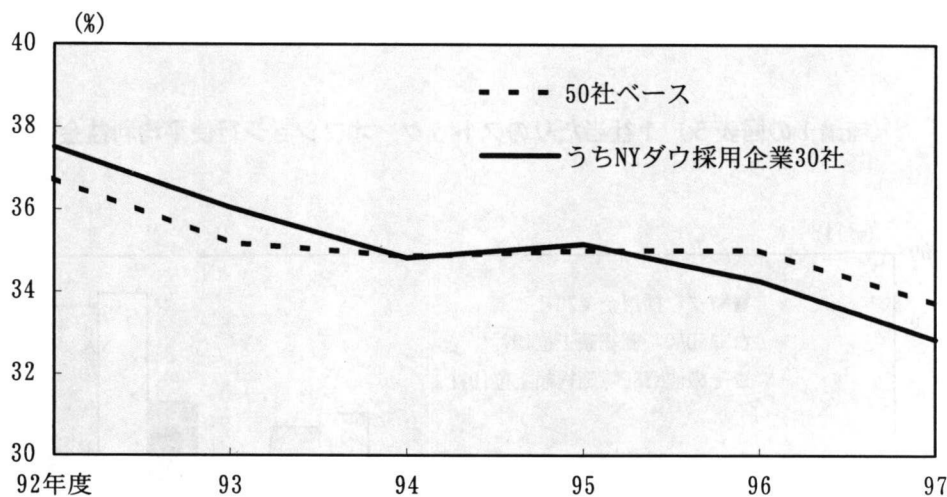
時価総額上位10社^(注42)ベースで、後掲枠内の要領で試算する(95～97年度のみ)。

(補論1の図表6) ストック・オプション行使利益と人件費の比較



(注) ここでは、下式により比較を行なった。
 1社当りのS O行使平均利益金額/人件費
 $= \frac{(\text{年度内に行使されたS Oの加重平均行使価格} - \text{年度内の平均株価}) \times \text{年度内に行使されたS O数}}{(\text{販管費} / 2)}$ 、%

(補論1の図表7) 実効税率推移



(注) 連続データが入手できないためTravelers Groupは除く。
 上位50社は、NYダウ採用企業30社に、NASDAQ時価総額上位10社と
 その他時価総額上位10社(全てNYSE上場企業)を加えたもの。

(注42) 決算報告書におけるS Oの税的恩恵 (Tax benefit) に関する明確な統一規定が存在しないため、横並び集計は困難。因みに、NASDAQでは、S OによるTax benefitを公開している企業が多い。それだけ、この恩恵を享受している企業が多く、その影響が無視できないためとみられる。例えば、97年度で、Microsoft社の節税率は約42%、Worldcom社では約64%である。

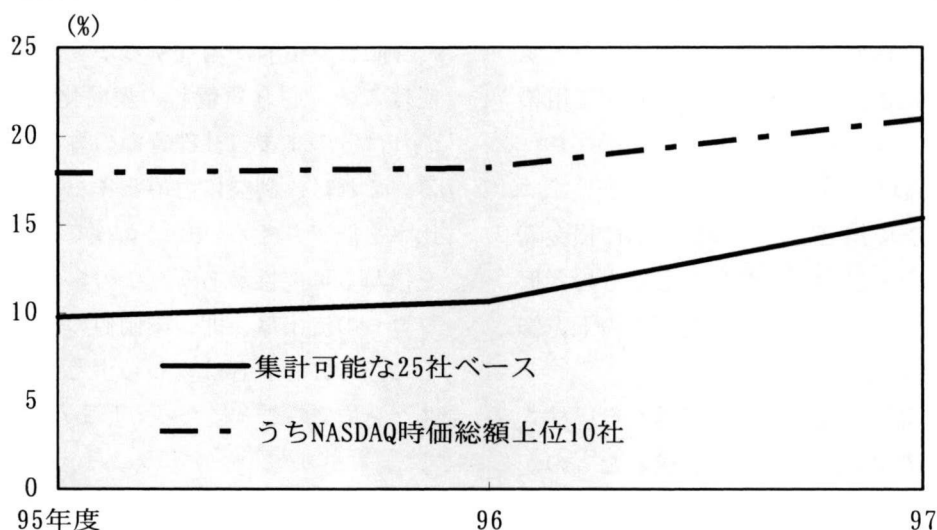
SOによる節税率 = SOにかかる節税額 ÷ (法人税支払額 + SOにかかる節税額)

ここで、SOにかかる節税額は、決算報告書の「SOの税的恩恵」項目による。

試算結果をみると（補論1の図表8）、SOによる節税率は上昇傾向にあるほか、NASDAQ時価総額上位10社では97年度で20%強となっており、SOは企業税務の改善にかなりの役割を

果たしているものと言える。なお、SOの賃金抑制効果と同様に、節税効果は、株価の上昇につれて大きくなる。

（補論1の図表8）ストック・オプション損金算入による節税率推移



（注）25社は、補論1の図表7の（注）に示した50社のうちデータ入手可能なもの。
節税率は、節税額 / (法人税支払額 + 節税額) で試算。

補論2：ストック・オプションと自社株買いの損益面の関係と、株価下落リスク

本補論では、SOと自社株買いに絡む株価下落リスクを、（a）企業の損益変化という観点、および（b）株価モデルによる観点、から提示する。

（a）SOと自社株買いによる損益変化

SO付与企業の、SOに絡む損益変化を、SO行使対策としての自社株買いタイミングを3通り（①事前と②行使時点を含む事後、③新株発行）に場合分けして整理すると、以下のとおり。

①事前に自社株買いを行う場合

単純化のために、オプション付与時点で付与

した分の自社株を購入したと仮定する。

まず、S Oの本源価値（補論2の図表中の細実線）は、企業利益にマイナスの要素となる（とくに、FAS123においては付与時点における現在価値に相当する費用の計上を考慮する必要があり、利益にマイナスの要素となる）。一方で、費用に対する損金算入・控除は、付与時点とタイミングを異にし、S O行使時点のS Oの本源価値（行使時点の株式時価－行使価格）に対して行われる。S Oが未行使の場合は損金算入は行われない。株価上昇局面では、S Oの本源価値の拡大により、この損金算入額が費用累積額を上回り、税ベネフィットとして把握されているという環境にあり、（補論2の図表）では、損金算入効果＞費用とし、かつ簡易的に損金算入効果は株価上昇によって変化しないものと仮定して、同損金算入による本源価値の上方修正を太破線で示した。

これらと、自社株買いによって得た自己株式の損益（同図表中の点線）とを合成したものが同図表上の太実線である。企業にとってみると、株価上昇による「隠れ負債」（S Oの本源価値）の増加は、表面化時に自己株式を充当することによりほぼ相殺できることがみてとれる（注43）。ところが、逆に、株価が下落した場合は問題である。自己株式の評価損が企業利益を圧迫することになる（注44）。しかし、この場合、S Oの行使がない分、事前の自社株買いによる株式の「逆希薄化」によって、株価の下支え効果が期待できるという利点が存在し、この効果があるが故に株価の調整が起り難い（自社株買いを行

わなかった場合と比較して下落幅が小さい可能性）という点が指摘できる。

②（行使時点を含む）事後に自社株買いを行う場合

（行使時点を含む）事後に自社株買いを行う場合、すなわちS Oの行使に伴う発行済株式数の増加分を時価で買い戻す場合は、株価の上昇に伴いリスクが拡大する点が注目される（注45）。すなわち、S Oの本源価値が上昇するにつれて「隠れ負債」が増加するが、オプションの行使はこの「隠れ負債」の表面化とも考えられ、これはそのまま自社株買いのコストに反映される。これは、利益に占めるキャッシュフローの比率を低下させることによって、企業の自由度を損ねる可能性がある。この場合、キャッシュフローの流出は、即企業価値の低下に繋がることになり、EPSは変わらずとも株価は下落リスクを抱えることになってしまう。

③新株発行を行う場合

なお、新株発行での対応の場合は、損益的には①と同様な効果が期待できるが、株式の希薄化によるEPSの低下による株式の下落リスクを考慮する必要がある。

（b）株価モデル（一定成長配当割引モデル）による株価下落リスクの提示

次に、S Oと自社株買いを織り込んだ株価モデルを、効率的市場という前提に立った上で、一定成長配当割引モデルを用いて表すことによ

（注43）これは、自社株買い後に、自己株式を消却した場合でも、金庫株にした場合でも、損益ベースでは同じである。

（注44）金庫株の場合は、金庫株の評価損。消却の場合は、所謂機会損失（安く自社株買いができたのに、高い価格で実施してしまった）。

（注45）①と異なり、株価が下落した場合の企業の負担は、費用計上考慮後のS Oの価値のみである。

り、「隠れ負債」の表面化と株価下落リスクについて提示する。

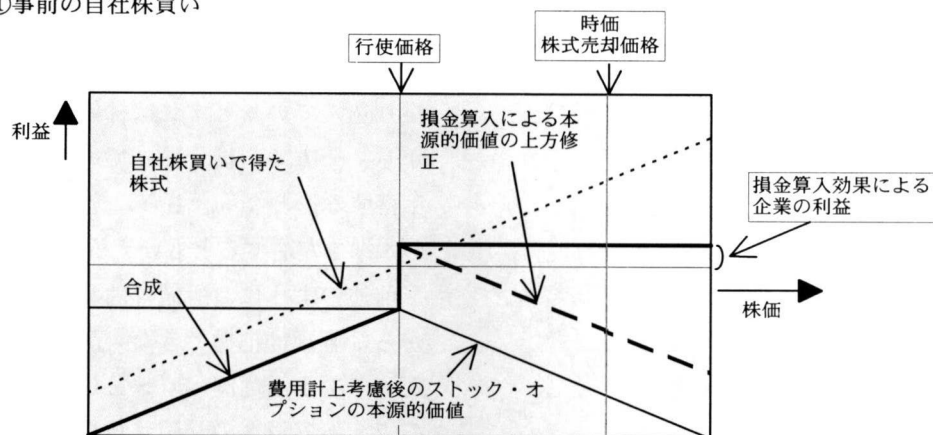
効率的市場においては、株価は、「増配」や

「自社株買い」等の、企業利益の株主還元政策変更によって変化しないと考えられる（注46）。

伝統的な配当割引モデルによると、 P （株

（補論2の図表）ストック・オプションに絡む損益の簡易的概念図

①事前の自社株買い



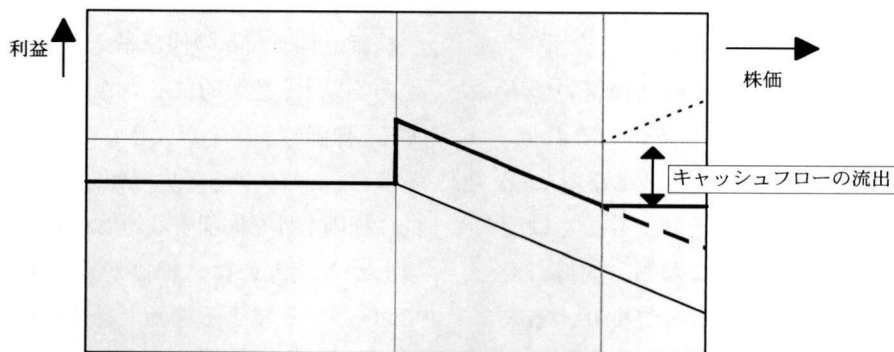
（注1）ストック・オプション付与時点で自社株買いを実施したと仮定。

すなわち、オプション行使価格＝自社株買い単価。

（注2）損金算入による税ベネフィットはプラスと仮定。

また損金算入による効果は株価の変動の影響を受けないと仮定。

②事後の自社株買い



（注1）ストック・オプション行使時点で自社株買いを実施したと仮定。

すなわち、オプション行使時点の時価＝自社株買い単価。

（注2）損金算入による税ベネフィットはプラスと仮定。

また損金算入による効果は株価の変動の影響を受けないと仮定。

（注46）ここでは、効率的市場を前提に、企業の株主還元政策の変更によって株価は変化しないとしたが、厳密には、実際の市場においては、配当か自社株買いかで株価の変化は異なる。配当の場合は、株価は支払配当（DPS）分だけ下落する（配当落ち）が、自社株買いの場合は、株価は変化しない。これが、自社株買いの株価下支え効果となって現れていると思われる。しかし、自社株買いそのものには株価の上昇効果はない。あるとすれば、自社株買い発表によるアナウンスメント効果（企業の経営陣は自社の株を割安であると考えているというアピール）を通じた株価上昇である。

価)・ D (配当)・ R (割引率)・ g (配当の期待成長率:一定)とすると、株価は、 $P = \frac{D}{R-g}$ と表すことができる。

このモデルに、単純に自社株買い、 SO を織り込むとすると、自社株買いによる発行済株式数の減少率を α (年率:一定)、 SO 行使による発行済株式数の増加率を β (年率:一定)、 SO 行使に伴う企業の利益の減少率を γ (年率:一定)、企業の利益を E 、配当性向を d (一定)とすれば、配当 D は一時的に、

$D(1-\alpha+\beta) = dE(1-\alpha+\beta)$ に変化する一方で、 D の成長率 g は、 $g + \frac{D}{P}(\alpha-\beta) - \gamma$

と変化し、結果、株価は、

$$P = \frac{D(1-\alpha+\beta)}{R - \left[g + \frac{D}{P}(\alpha-\beta) - \gamma \right]} = \frac{D}{R - (g-\gamma)}$$

と表される。

① $\gamma = 0$ の場合

γ が0であるならば、発行済株式数の変化(SO 行使や自社株買い等の有無)により、株価は変化しない。

ところが、現実の市場では、自社株買いの実施により株価が上昇することも多い。これは、効率的モデルに即して考察すると、単なる $R-g$ の縮小(株式の期待収益率の低下、もしくは配当の期待成長率 g の上昇)すなわち、期待の変動で説明され得ると考えられる。つまり、本来は株価は変動すべきではないところを、期待が変動するが故に、株価は変化してしまうということになる。

② $\gamma > 0$ の場合

前述したように、自社株買いでも SO 行使で

も、発行済株式数の変化によって株価は変化しない。しかし、 SO 行使によって、企業が被る可能性がある実損^(注47)(金庫株がなく、新株発行によらない場合)を考慮($\gamma > 0$)すると結果は違ったものとなる。

SO 行使に伴う利益の減少は、「隠れ負債」の表面化であるとも考えられるが、このモデルに従えば、企業の利益(配当)の成長率 g が γ を織り込んでいるとすれば株価は変化しない。しかし、一方で、織り込んでいなければ、株価は下落する形となる。さらに、 g と γ の格差が株価の水準を左右するともいえる。

前述のように、所謂「隠れ負債」は、 B/S からは直接は把握できない。 SO の行使価格等が、年次1回は開示(SEC 、 $10-K$)されるので、ある程度の「隠れ負債」の試算は可能であるが、果たして株価がそれを十分に織り込んでいるかどうかは疑念を挟まざるをえない。

③ $\gamma > g > 0$ の場合

株価上昇率が g の伸び率を上回り先行する傾向がある以上、必然的に $\gamma > g$ という関係式が成立する。株価の上昇率が大きく(株価上昇率 $> g$)なるほど、この $\gamma > g$ という傾向は大きくなり、結果的に株価上昇を抑制する効果が働くと考えられる。

しかし実際には、株価が γ を十分に織り込んでおらず(γ による株価上昇抑制効果が働かず)、過大評価されていく可能性が考えられる。これが、何等かのきっかけで g が修正されていく時に、 g の修正が SO の行使を呼び、 SO による実損(自社株買いコストの増加)が目に見えるものとなった場合、 γ の存在がやや遅れて織り込まれ始める可能性がある。この時、株価は下落する。

(注47) 実際に SO 費用が P/L 上に損失(loss)が計上されるわけではない。ここでの実損とは、自社株買いに伴うキャッシュフローの流出を指す。

[参考文献]

- アーサーアンダーセン編、『実務家のためのストックオプション』、税務経理協会、1997年
- 東伸之、松古樹美、「ストックオプション～米国における利用の実態と我が国への示唆」、『財界観測』、野村證券、1997年8月
- 大和総研、トーマツ編、『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、1997年
- Daniel Murray, Andrew Smithers and John Emerson, *The Impact of Employee Stock Options*, Smithers & Co. Ltd. , 1998.
- Gabrielle Napolitano, Abby Joseph Cohen, *The controversy surrounding employee Stock Options*, Goldman, Sachs & Co. , 1998.
- 石川洋二、岩田孝代、「ストック・オプション制度の税務問題」、『企業会計』、Vol. 49、No. 9、1997年
- 伊藤邦雄、「ストック・オプション制度の諸課題」、『企業会計』、Vol. 49、No. 9、1997年
- 景山龍夫編、『会社を活性化するストックオプション』、東洋経済、1998年
- 上村達男、「ストック・オプション制度の法的評価」、『企業会計』、Vol. 49、No. 9、1997年
- KPMG Peat Marwick LLP 吉原・メイ棕田編、『ストックオプション導入・成功の実際』、日本実業出版社、1997年
- 間島進吾、「FASB新基準と米国実務について」、『JICPAジャーナル』、No. 489、1996年
- 日本経済新聞社編、『Q&A スtockオプション』、日本経済新聞社、1998年
- 野口晃弘、「ストック・オプション制度の会計問題」、『企業会計』、Vol. 49、No. 9、1997年
- 岡本弘、佐藤尚、小林雄一、「日本における自己株消却制度と企業評価」、『証券調査』、新日本証券、1998年4月
- 奥島孝康、中村金夫監修、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編、『ストックオプションのマネジメント』、ダイヤモンド社、1998年
- Richard W. Kopcke, "Are Stocks Overvalued?" *New England Economic Review*, September /October 1997.
- 和田康志、「90年代米国企業の変革」、『財界観測』、野村證券、1998年3月