

# ストック・オプション交付条件と投資家行動の関係性 ——ストック・オプション訴訟判決に対する市場反応を題材として——

櫻 田 讓 ・ 大 沼 宏

## 1 はじめに

ストック・オプション(以下「S.O.」と略称)とは、自社株式オプション(自社株式を原資産とするコール・オプション)のうち、特に企業がその従業員等(企業と雇用関係にある使用人のほか、企業の取締役、会計参与、監査役およびに執行役など)に、報酬として付与するものをいう<sup>1)</sup>。多くの場合、S.O.は無償で交付されるため、権利行使時の株価と行使価額の差額が権利行使者の所得と認識される。そもそもS.O.制度は、その導入によって役員や従業員に対するインセンティブ付与が期待される。そこで従来、ファイナンス研究やコーポレート・ガバナンス研究の領域において、S.O.制度の導入が資本市場に与える影響を分析した研究例は多く存在していた<sup>2)</sup>。これに対して、櫻田・大沼[2010]はS.O.制度の導入そのものを観察対象としたイベント・スタディ<sup>3)</sup>からさらに踏み込んで、権利行使益がいかに課税されるかについて争われないわゆるS.O.訴訟に注目し、市場

の反応を実証的に検討した<sup>4)</sup>。

わが国においては平成16年~17年にかけて、税制非適格S.O.の権利行使益が、一時所得なのかあるいは給与所得なのかを巡る係争事例が多発した。現在では権利行使益は所得分類上給与所得であるが、その根拠は平成17年1月25日の最高裁第三小法廷判決(以下本稿において単に「最高裁給与所得判決」と略称)<sup>5)</sup>に基づいている。しかしながらこれより前には権利行使益を一時所得とする判決も存在しており、この場合は給与所得とする場合に比べ、軽課となっていた。したがって各地でS.O.訴訟が下級審において繰り返される限りは、権利行使益の所得分類が一時所得と給与所得の間で二転三転することとなり、判決内容がS.O.制度を導入している法人へ影響を与えた可能性を推定した。

そこで櫻田・大沼[2010]では、S.O.訴訟の判

- 1) 「ストック・オプション等に関する会計基準」第2項(2)参照。
- 2) 研究例として、Yermack[1997], Aboody and Kasznik[2000], Lie[2005], Heron and Lie[2007]ほか参照。
- 3) イベント・スタディとは市場にもたらされた情報に対して市場参加者の反応を測定し分析する研究手法である。イベント・スタディはイベント日周辺の企業の株価変動について、市場全体の変動をコントロールして統計的に有意な超過収益を検証することを主たる目的とする(Prather *et al.*[2009,p.226])。

- 4) 訴訟判決の結果を株式市場におけるイベントとしたその他の分析に山崎・井上[2005]が挙げられる。山崎・井上[2005]では、オリンパス事件と青色発光ダイオード事件の和解を分析対象としている。山崎・井上[2005]は、職務発明訴訟における和解成立が、株価にいかなる影響を及ぼしたのかについて検証している。その分析結果は役員への給与支給のみならず、従業員への給与支給も市場評価の対象となると報告されている(山崎・井上[2005,p.2])。
- 5) 本稿における最高裁給与所得判決とは、平成17年1月25日の最高裁第三小法廷平成16(行ヒ)141号を指すものとする。なお、当該判決はわが国S.O.訴訟初の最高裁判決となったが、下級審判決(平成16年2月19日の東京高裁平成15(行コ)235号判決)を引き継いでいる。

決によって経営者や従業員に付与されるインセンティブが影響を受けると考え、その結果として企業業績への市場参加者の期待も変化すると推測した。分析結果から、権利行使益を一時所得と判示した下級審判決(以下「下級審一時所得判決<sup>6)</sup>」と略称)では裁判の結果を好感する有意な反応が観察された。逆に同権利行使益を給与所得と判示した下級審判決(以下「下級審給与所得判決<sup>7)</sup>」と略称)では裁判の結果を失望する有意な反応が観察されている。このように櫻田・大沼[2010]は主に下級審判決を分析対象とし、①S.O.訴訟判決は資本市場に影響を与えたこと、また②その反応は規則的であったことを明らかにした<sup>8)</sup>。

しかしながら櫻田・大沼[2010]はイベント・スタディを行うことで、イベント日における反応を観察することに成功したが、これは投資家の短期的な行動を捕捉したに過ぎない。つまり投資家の長期的行動については明らかにすることができず、この点が研究上の残された課題でもあった。したがって本稿では、そのような投資家の短期的又は長期的行動を、S.O.導入企業に対する資本市場参加者の反応を通して分析を試み、検討する。具体的な研究の方途としては、それぞれのS.O.交付条件の中に行使期間が明示されるが、この行使期間の長短を、市場の参加者がどのように支持するのか明らかにする。本研究の分析対象は、S.O.訴訟における一時所得判決と給与所得判決リリース時周辺の株

価である。したがってこれら2つの判決の公開時点周辺で、資本市場参加者がS.O.行使期間の長短に対していかなる反応を示したのか比較し、投資家行動の短期的又は長期的行動を捉えることを研究の目標とする。

このように本稿は櫻田・大沼[2010]の研究をさらに発展させ、判決に対するそれぞれの法人のクロスセクショナルな反応は、Ghosh *et al.* [2010]が指摘する様に、S.O.の交付条件によって説明可能と推定する。本稿では、櫻田・大沼[2010]において有意な反応が観察された下級審一時所得判決日及び下級審給与所得判決日前後のS.O.導入企業のCARに再度注目し、S.O.交付条件との関連性を実証するための仮説を設定した。この仮説を検証した結果、S.O.のインセンティブは下級審において、一時所得判決か又は給与所得判決かによって影響を受けるという、櫻田・大沼[2010]のインプリケーションを追認することが判明した。注目すべき分析結果は、一時所得判決日におけるS.O.導入企業のCARも、給与所得判決日におけるCARも、共にS.O.の行使期間と行使価額に対して有意な反応を示すことである。この分析の結果われわれは、CARがS.O.制度を導入する各法人のS.O.交付条件の相違に影響を受けているとの考えが妥当であることを証明した。

分析の結果示されたCARとS.O.交付条件の関係であるが、とりわけ重要なことは、上記二判決日の反応を比べると、説明変数である「行使期間」で符号が正反対となることである。この相違はアラインメント効果(alignment effect)<sup>9)</sup>に対する市場参加者の期待が相反することに原因があるとわれわれは考える。そもそも

6) 本稿における下級審一時所得判決とは、平成15年8月26日の東京地裁民事第2部(平成12(行ウ)309号判決等)を指すものとする。

7) 本稿における下級審給与所得判決とは、平成16年1月21日の横浜地裁平成13(行ウ)54号を指すものとする。

8) 櫻田・大沼[2010]と本研究における観測企業はS.O.訴訟の時点でS.O.を交付していた企業であり、かつ推定期間(estimation window)に株価データが入手できた企業に限定されるため、株式の流動性の高い企業にサンプルが集中した。観測企業の詳細については、櫻田・大沼[2010, p.71]参照。

9) S.O.は経営する企業の株価が付与価格を超えて始めて価値を持つことから、株価上昇という条件が整ったときに基本的にアラインメント効果は発現する。この仕組みについてはShleifer and Vishny[1997, p.744]参照。また近年のインセンティブ・アラインメント効果の検証についてはKale *et al.* [2009]を参照。

アラインメント効果とは、Bushman and Smith [2001]によると、インセンティブ型報酬等が有する経営者の行動を株主の要求に一致させる (align) 機能を指す。アラインメント効果に対する市場参加者の期待、つまり株価上昇が比較的早期に実現されるか、或いは長きに渡るのかに対する期待を明らかにする説明変数を「行使期間」と置き換えた。そしてわれわれは当該変数の符号が正反対となる理由として、アラインメント効果が発現するまでにどの程度時間を要するのかという見通しがS.O.判決を契機として、市場参加者の投資期間に対する選好に変化をもたらしたと解釈するのである。

なお本稿は以下のように構成される。第2節では先行研究の紹介と本稿の基盤となった櫻田・大沼[2010]を解説し、新たな検討課題を提示した。第3節ではサンプル設定とリサーチ・デザインについて説明する。第4節では分析結果を導出し、第5節では分析結果の解釈を行う。

## 2 研究の背景

### 2.1 S.O.制度に対する市場の反応に関する先行研究

従来、S.O.制度の導入は、経営者らへのインセンティブ付与が実施されることから資本市場では歓迎されるとYermack[1997], Aboody and Kasznik[2000]で指摘されている<sup>10)</sup>。例えばS.O.制度の導入に関する初期の研究は、S.O.制度の導入と投資家行動の観察にとどまらず、S.O.実施に前後して現れる情報公開に関するコントロールにまで言及している<sup>11)</sup>。その後さらに詳細な研究が試みられ、米国会計基準におけるS.O.情報に関する開示制度の変更や当該情報の早期開示に対する資本市場の反応を観察対象とした実証分析や、さらにS.O.制度導入の動機を探る研究が展開され、問題意識が深められていった<sup>12)</sup>。

こうした先行研究から得られた知見とは、S.O.の付与及び行使を市場参加者は重要な投資材料の一つとして観察しており、特に会計方針や付与日の変更といった経営者の行動に強い関心を寄せているということである。また市場参

10) 尤もS.O.導入企業がS.O.導入後、必ずしも株価上昇を伴わない事例があるかも知れない。例えばS.O.導入の乱用が企業価値を毀損すると考えられる場合、投資家はネガティブに反応するであろう。このような事例は大変興味深い分析対象となりうるが、S.O.制度導入のそもそもの意義は株価上昇によるインセンティブ付与にあると考え、本研究ではそのような例外的な現象を検討対象から外したことを付言しておく。

11) Yermack[1997] Aboody and Kasznik[2000]の研究によると、観察した正の超過収益率(AR)は、S.O.のインセンティブ効果に基づくというよりも、むしろ情報公開のタイミングを調整した結果であるという解釈を行っている。さらにLie[2005]によれば、S.O.の付与日を変えて、事前に悪い情報を意図的に公開して株価を下げて、その後に権利行使益を得ようという経営者の行動が認められるとして、バック・デイトニング仮説の検証を行った。Heron and Lie[2007]はLie[2005]の分析結果を踏まえてバック・デイトニング仮説を再度検証し、その結果、やはりS.O.付与日前には平均して約1%のマイナスの超過収益率が計上され、付与日以降約2%のプラスの超過収益率が計上されたとしている。

12) Aboody *et al.*[2004]は、アメリカ財務会計基準書123号(SFAS 123)によって勧奨された経営者報酬費用の計上を早期に公表する法人には有意にプラスの超過収益率が観察されるかについて検証した。またPrather *et al.*[2009]はS.O.交付企業を交付の動機や規模、交付期間などによって分類し、それぞれについて検証している。彼らの分析はAboody *et al.*[2004]と同様、それまで脚注において株式報酬費用を認識していた法人が財務諸表本体での計上に変更したことで、法人の超過収益率に変化が確認されるか検証した。これに対しGhosh *et al.*[2010]は分析の視角を変えて、S.O.導入と企業のコーポレート・ガバナンスとの関連について検証した。彼らはREIT(Real Estate Investment Trust)におけるS.O.交付を巡り、S.O.交付において取締役会のインセンティブを株主の目的と一致させるアラインメント効果の存在を発見した。その一方で、REITによる株式買い戻しを資金活用の選択肢の一つとみなす市場の反応は発見できなかったとしている。

加者は単に市場に関連するイベントのみに着目するのではなく、イベントと密接に関連する当事会社の組織属性や報酬形態、企業行動なども考慮に入れながら投資意思決定を行うと考えられる。このように先行研究は、S.O.制度の導入と資本市場の反応について概要を明らかにしているものの、それでもなおS.O.の権利行使に関する租税要因を検討対象とした分析は見あたらない。そこで本研究は新たな分析視角として、S.O.訴訟が投資家行動に与えた影響について、S.O.の交付条件を加味して詳細な分析を試みる。とりわけ冒頭でもふれたとおり、短期的または長期的な投資家行動を見極めるため、S.O.交付条件の中でも行使期間の長短と株価反応に注目する。

## 2.2 櫻田・大沼[2010]の検証結果

S.O.訴訟では、最高裁に至る前の下級審判決において、S.O.権利行使益を巡る所得分類が一時所得か給与所得かで二転三転した。このように経営者個人の所得に対する課税が変更する当該判決に対して、市場は次のように反応すると推定し、櫻田・大沼[2010]では以下の3仮説を設定した。

- H1: 下級審一時所得判決に対して市場参加者はポジティブに反応する。
- H2: 下級審給与所得判決に対して市場参加者はネガティブに反応する。
- H3: 下級審判決を支持する最高裁判決に対して市場参加者の反応は鈍い。

H1の検証においては、下級審一時所得判決によって、S.O.制度が経営者に付与するインセンティブは一層強くなると予想した。分析の結果、当該判決を資本市場は肯定的に評価した。またH2の検証はH1の逆で、下級審給与所得判決によって、S.O.制度が経営者に付与するインセンティブは弱められると想定した。なぜなら当該判決によってインセンティブが弱めら

れると、市場の期待通りに経営者が行動しない懸念を市場参加者は抱くと推察したからである。最後にH3では、「高裁判決をそのまま支持した内容となった最高裁判決では、株価に一定方向の大きな影響を与えない」(山崎・井上[2005,p.2])との先行研究の分析結果を、S.O.訴訟においても追認するの可否かについて検証した。

上記3仮説の分析結果は以下の通りとなった。資本市場は下級審一時所得判決に対して統計的に有意な正の反応を、その一方で下級審給与所得判決に対しては統計的に有意な負の反応を示している。さらに最高裁における給与所得判決に対しては、市場は負の反応を示したものの、統計的に有意ではなかった<sup>13)</sup>。これらのことから資本市場のS.O.判決に対する反応はH1からH3において設定した仮説において想定した通りであったといえる。

このように櫻田・大沼[2010]は観察対象としてS.O.訴訟判決を取り上げ、租税事象が資本市場に与えた影響を検討した点が最大の特徴であり、租税関連領域における数少ない実証研究の一つといえよう。また同研究のインプリケーションとは、資本市場参加者は、S.O.制度が経営者らに付与するインセンティブのみならず、権利行使益が軽課となるか重課となるかというインセンティブに与える二次的な影響も含め

13) 給与所得判決を判示した最高裁第三小法廷は、判決日に先立つ7日前に口頭弁論を開かないとして新聞報道されており(朝日新聞2005.01.19.朝刊)、このことから市場参加者は、イベント日となる判決日を待たずして最高裁判決が控訴審判決を支持すると予想したことになる。したがってこのような最高裁における判決言い渡しの仕組みが、資本市場においてサプライズを打ち消したといえる。またこの他、最高裁判決における市場参加者の反応が鈍かった原因として、最高裁判決当時、実際の実務では権利行使益を給与所得として扱う処理が既に広がっており、法人側では税制適格S.O.が検討されていた事情もある(朝日新聞2005.01.26.朝刊2総合・毎日新聞2005.01.26東京朝刊)。



て、企業価値を考慮して行動することを指摘した点にある。

### 2.3 投資家行動における新たな問題提起

Yermack[1997]らの研究成果によれば、S.O.制度導入によって経営者らに与えられるインセンティブは、資本市場でポジティブに評価されるとした。ところが市場参加者がポジティブに評価したとしても、実際の株価が行使価格へ到達するためにどの程度の時間を要するのかについて市場参加者は判断を迫られる。つまりS.O.導入企業に対して短期投資となるのか、長期投資となるのかの予測が投資判断に含まれると考える。

このように観てくると次の検討課題は、冒頭にもふれたとおり、市場参加者には投資期間の嗜好が存在するの否かを明らかにすることである。この点に注目する研究上の意義は、S.O.制度はアライメント効果を発現させる手段となるものの、投資家にとってその効果が早期に現れるの否かの見通しを判断する際、S.O.交付条件の行使期間に注目するのではないかとの仮説を明らかにすることにある。つまり投資家の期間的嗜好を観察する適切な指標として、本研究ではS.O.交付条件の行使期間に注目する。なぜなら行使期間が短いことを市場の参加者が支持すれば、彼らは投資対象となるS.O.導入企業を短期投資銘柄とみなしていると考えるであろう。逆に投資家が長い行使期間を支持するならば、S.O.導入企業を長期投資銘柄とみなしていると考えられる。そこで本稿は、櫻田・大沼[2010]において算出したS.O.訴訟判決日前後3日間のCARを被説明変数として、S.O.交付条件における行使期間を説明変数とする回帰分析を行うことにする。この回帰分析では行使期間のみならず、その他の説明変数を投入するが、とりわけ注目するのが行使期間の係数が正か負かである。仮に判決日のCARと行使期間の間に正の関連性が認められれば、長い行使期間はCARを上昇させる(短い行使期間

はCARを下降させる)こととなる。逆に両者に負の関連性が認められれば、長い行使期間はCARを下降させる(短い行使期間はCARを上昇させる)こととなる。本研究では異なる判決を示した2つのS.O.訴訟事例に注目することから、判決内容によってS.O.導入企業を投資対象とする資本市場の参加者の反応が異なるのかを明らかにする。このような分析方法によって最終的には投資家がS.O.導入企業を短期投資目的の銘柄とみるか、長期投資目的とみるかを明らかにしたい。

以上から本稿では、櫻田・大沼[2010]で設定した仮説を発展させた形で以下の仮説を検証する。

仮説1:下級審一時所得判決に対して市場参加者は短期的な利益を目的として反応する。

仮説2:下級審給与所得判決に対して市場参加者は長期的な利益を目的として反応する。

S.O.訴訟判決に対する資本市場の反応は、これまで櫻田・大沼[2010]の研究成果として示してきた通り、あたかも納税者(権利行使者=役員など経営者ら)と立場を同じくするかのように推移してきた。すなわち納税者が主張した通りに権利行使益が一時所得と判示されれば市場参加者は歓迎し、課税側が主張した通りに給与所得と判示されれば市場参加者も失望している<sup>14)</sup>。このことを踏まえ本研究では、2つの判

14) 櫻田・大沼[2010]はYermack[1997]らの問題意識に課税要因を加えて、資本市場の反応を分析している。その後の再度の検討によって、さらにもう1件の給与所得判決(平成16年1月30日東京地裁民事第38部平成14(行ウ)214号)に対してもネガティブで規則的の反応が示されていることが発見された。次頁に掲げたグラフは平成16年1月21日の横浜地裁平成13(行ウ)54号の給与所得判決が、資本市場においてネガティブに受け入れられたことを示す目的で櫻田・大沼[2010, p.77.]において掲載した。そしてそのグラフから読み取れることは、給与所得判決に対するネガ

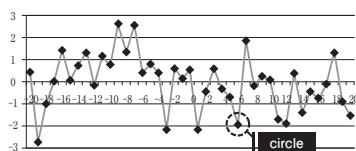
決に対する反応の相違は経営者のアライメント効果発現に対する期待に基づくと推定する。本研究は、2つのS.O.訴訟判決日におけるS.O.導入企業のCARを基に、これら2つの訴訟判決に対する市場の反応の違いが、いかなるS.O.交付条件<sup>15)</sup>によって決定されるのかについて明らかにする。

### 3 サンプルの抽出とリサーチ・デザイン

#### 3.1 分析目的

本研究の分析視角は、先行研究である Ghosh *et al.*[2010], Cavusoglu *et al.*[2004]の成果を踏まえることとする。それによると、ある種の情報に対する株価の反応をCARを通じて検証することで、投資家がいかにして当該情報を取り込んでゆくのかを系統的に確認することが可能であるという。したがって本研究では、S.O.判決日周辺におけるCARの分析から、投資家の

タイプな反応は、5%水準の有意性を以て判決翌営業日に表れているということであった。しかしながら同グラフから今回新たに読み取れ、注目すべき発見となったのは、グラフ内にcircleとして示した平成16年1月21日の6営業日後に現れたネガティブな反応である。この6営業日後の反応は5%の有意水準を誇っているが、同日は平成16年1月30日給与所得判決日の前日である。つまり市場参加者は、給与所得判決を前日に予測し株価に織り込み、ネガティブな反応を示したことになる。



- 15) S.O.について本研究は企業が公表する決算短信を基に情報を収集した。これによると、公表される情報は①発行日(取締役会承認日・発行日)②発行日(株主総会承認日)③行使期間日数④発行数⑤発行価額⑥行使価額⑦新株予約権の株数⑧株式の種類⑨株式数⑩対象人数⑪対象者詳細が主なものである。

期待や行動を明らかにする。本研究における分析目的をより具体的に説明をすると、S.O.導入企業が交付したS.O.の交付条件がCARに影響を与えるとする仮説の検証を行うことになる。例えば、Ghosh *et al.*[2010]はS.O.制度を導入する動機やS.O.交付の規模、交付期間などによって分類し、市場の反応を検証している。本研究もこのような分析視角に準拠して検討を試みたい。

このように本研究でS.O.訴訟を分析対象とすることを重要視しているのは、S.O.制度導入とアライメント効果発現の効率性の関係を市場がいかに評価するかについて、現状では不明確なまま看過されているからである。すなわち、S.O.制度を導入すればいかなる企業も株価が上がるというわけではなく、S.O.交付条件が重要であると考えられるからであり、本研究を通じて交付条件の重要性を明らかにしたい。一般的に取締役などの企業経営者の目的と、株主の目的である株式時価総額の最大化という2つの目的を一致させるのがアライメント効果である。しかし発現するアライメント効果は、実際にはS.O.交付条件によって拡大または縮小し、そしてその実現が短期になされるのか、長期に渡るのかといった具合に多様化すると考えられる。そこで本研究では、下級審一時所得判決日周辺と下級審給与所得判決日周辺が市場参加者によるアライメント効果への期待が最も高まる時点であると考え、これら判決日周辺のCARを分析対象とする。

#### 3.2 変数の説明とリサーチ・デザイン

先行研究である Ghosh *et al.*[2010], Cavusoglu *et al.*[2004]の成果を踏まえ、以下の分析モデルを通じてS.O.の交付条件が株主の反応にどういった影響を与えたか検証する。

$$\begin{aligned}
 CAR_i = & \alpha + \beta_1 PBR_{i,t} + \beta_2 ROS_{i,t} \\
 & + \beta_3 ETR_{i,t} + \beta_4 \Delta CFI_{i,t} + \beta_5 FSI_{i,t} \\
 & + \beta_6 Period_{i,t} + \beta_7 Number_{i,t} \\
 & + \beta_8 price_{i,t} + \beta_9 People_{i,t} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

観測企業の将来性をコントロールするためにPBR(price to book ratio; 株価簿価倍率)を変数として使用し、収益性をコントロールするためにROS(return on sales; 売上高営業利益率)を使用した。PBRとROSは共にCARとはプラスの関連性が予想される。租税状況のCARへの影響を見るために、実効税率(ETR)も使用した。ETRが高ければ高いほど、利益率が悪化し、株価にネガティブな影響を与えることが予想されるので、CARとはマイナスの関連性が予想される。企業の収益状況によってキャッシュ・フローの増減がCARに影響を与えると考えられるので、CFの前年度からの増減( $\Delta CF$ )をコントロール変数として使用した。CFの増加とCARはプラスの関連性が予想される。最後に、海外事業の正否がCARに与えた影響をコントロールするために、海外事業売上高(FS)も使用した。なお、分析モデルに投入される上記5つの変量は、いずれも比率であったり自然対数などで規模を調整している。

またS.O.の交付条件を表す変数は次の4つである。第一にS.O.のインセンティブに影響を与えると予想される変数は、S.O.の行使期間(period)である。この行使期間の長短とCARの多寡については、次の二つの関連性が予想される。まず、行使期間が長いほど投資家の期待に沿って業績改善に貢献できる期間も長く確保できると考えれば、行使期間とCARの間には正の関連性が予想される。正の関連性が示唆された場合、市場参加者は経営者の長期的な貢献へ期待しており、長期的な利益を期待して投資を行っていると考えられる。しかし逆に、短い行使期間の内に業績向上が達成可能であると投資家自体が判断すれば、行使期間が短いほどCARが高まる可能性も考えられる。したがって両者の関係は負の関連性が成立する可能性もある。負の関連性が示唆された場合、市場参加者は経営者に短期的に利益を上げてもらうことを期待していると解釈できる。このように、

S.O.の行使期間に注目することで、本研究における「仮説1」と「仮説2」を検証することになる。

第二にS.O.のインセンティブに影響を与えると予想されるのは、S.O.の交付個数(Number)である。しかしながらS.O.の交付個数とCARの多寡についても、次の2つの関係性が予想される。一つに、交付個数が増加すればインセンティブ報酬も増加するので、S.O.の個数とCARは正の関連性を有するとの予測である。いま一つの予想としては、交付個数が多ければインセンティブ報酬は高まるものの、S.O.交付によって新たに市場に投入される株式数が増加するために、既存株主にとってはいわゆる利益の希釈化が生じてしまう。この点を投資家が不安要因とすれば、S.O.の交付個数とCARの間には負の関連性が予想される。

第三に対象人数(People)が挙げられるが、この対象人数(People)とCARの関連性は交付個数とCARの関連性と相似形を成すといえる。対象人数が多い場合は付与されるインセンティブは全体として大きくなるので、この点を重視すれば、対象人数とCARは正の関連性も併せて予想される。しかしながら対象人数が多い場合、結果として既存株主に対して利益の希釈化を強いることになるので、負の関係性が予想される。

第四にS.O.の行使価額(Price)である。S.O.行使益はS.O.の行使価額と行使日の株価との差額であり、S.O.の行使価額とCARの多寡についても次の二つの関連性が予想される。権利行使が実際に行われるためには、行使価額が株価を上回る必要があるため、行使価額が高ければ高いほどS.O.行使の確率は下がり、結果としてS.O.のインセンティブは減少する。従って行使価額とCARの間には負の関連性が予想される。しかしその一方で、行使価額が高ければ高いほど、株価がこれを上回るよう取締役会は業績改善へ向けて奮戦することが予想される。したがって行使価額が高いことが、かえって経営

者の業績向上への意識を高める効果を生むようにも考えられる。よって行使価額とCARの間には正の関連性も予想される。

なお、S.O.の交付条件を表す変数同士に相関が認められる場合も考えられるので、多重共線性に配慮する意味で4パターンの分析モデルをもとに検証を行う<sup>16)</sup>。

### 3.3 データと基本統計量

財務データについては、日経NEEDS-Financial Quest ver.2.0(日経FQ)の連結財務諸表データを使用した<sup>17)</sup>。また分析にはイベント日直前の決算データを利用した。株価データについては、櫻田・大沼[2010]と同様、日経FQとYahoo!Financeのデータを使用した。本稿はS.O.訴訟判決日周辺におけるインセンティブ発生に対する期待をCARとし、当該CARが3.2で解説した9つの変数のうち、いずれと密接な

関係を有するのかを検証する。なお本稿で着目した下級審一時所得判決の判決日は平成15年8月26日となり、本研究ではこの一時所得判決の前後1日、つまり累計3日間のCARをCAR1とする。続いて、本稿で着目した下級審給与所得判決の判決日は平成16年1月21日となり、本研究では当該下級審給与所得判決日の前後1日、つまり累計3日間のCARをCAR2と定義する<sup>18)</sup>。なお、本研究で扱うCAR推定の基礎となるARの計測にあたってはBrown and Warner[1985]に準拠し、CARについてはCampbell *et al.*[1997]に従って算出する<sup>19)</sup>。

表1パネルAは下級審一時所得判決日時点における分析対象企業に関するデータの基本統計量であり、パネルBは下級審給与所得判決日時点における分析対象企業に関するデータの基本統計量である。同表からCAR1は平均が

表1 基本統計量

パネルA(一時所得判決に対するサンプル)

変数	n	平均	中央値	標準偏差	第一四分位	第三四分位点
CAR1(-1,+1)	47	0.003	-0.007	0.037	-0.026	0.036
PBR	47	2.417	1.179	6.495	0.651	2.143
ROS(営業利益)	44	0.077	0.049	0.116	0.019	0.093
ETR	44	0.202	0.435	0.771	0.294	0.458
ΔCF	44	0.003	0.011	0.079	-0.030	0.034
FS	47	5.710	7.822	5.556	0.000	10.983
行使期間	47	6.887	6.941	0.383	6.662	7.173
発行数	47	7.082	6.908	1.526	5.835	8.061
行使価額	43	7.549	7.272	1.952	6.438	7.892
対象人数	46	4.518	4.672	1.679	3.533	5.730

パネルB(給与所得判決に対するサンプル)

変数	n	平均	中央値	標準偏差	第一四分位	第三四分位
CAR2(-1,+1)	50	-0.006	-0.005	0.026	-0.029	0.012
PBR	50	2.299	1.124	6.307	0.648	1.751
ROS(営業利益)	46	0.092	0.062	0.113	0.027	0.108
ETR	46	0.404	0.426	0.407	0.369	0.458
ΔCF	46	-0.046	-0.023	0.096	-0.071	0.009
FS	50	5.289	1.386	5.680	0.000	11.287
行使期間	50	6.908	6.946	0.385	6.662	7.173
発行数	50	7.111	6.920	1.541	6.032	8.099
行使価額	48	7.289	7.026	1.669	6.344	7.800
対象人数	50	4.551	4.672	1.684	3.533	5.730



プラスであるのに対し(パネル A), CAR 2 はマイナスである(パネル B)。

- 16) 説明変数間の高い相関について、各判決で上位5つを示しておくのと次の通りである。なお、括弧内は相関係数を示す。一時所得判決においては、①SO.発行数-S.O.対象人数(0.7728), ②PBR-S.O.行使価格(0.6254), ③PBR-ROS(0.4906), ④PBR- $\Delta$ CF(0.4337), ⑤ROS-SO.行使価格(0.4168)となる。また給与所得判決においては、①SO.発行数-S.O.対象人数(0.7754), ②ROS-S.O.行使価格(0.7189), ③PBR-S.O.行使価格(0.7071), ④PBR- $\Delta$ CF(-0.7014), ⑤PBR-ROS(0.6523)となる。
- 17) 本論文において採用した回帰モデルには、一部に財務数値を用いている。この財務数値はイベント直前の公表財務諸表から入手している。つまり、投資家はまず手許に投資対象の財務諸表があり、投資先の財務コンディションを把握した上でイベントに関する情報(本研究ではS.O.訴訟判決情報)を獲得し、その上で投資判断を行うと考える。このように財務数値を与件としてそこに新たに情報が追加されることによる資本市場の反応を観察するとすれば、回帰モデルに投入される変数としての財務数値はイベント後の財務数値ではなく、イベント前の財務数値となる。
- 18) 一時所得判決として、本判決が重要である理由としては、当該判決が画期的であったという点であろう。さらに櫻田・大沼[2010]において確認されるとおり、権利行使益に対する所得区分の判決は、平成15年と同16年を境として、一時所得優勢から給与所得優勢へと転換する節目になっていることが挙げられる。一方、給与所得判決として本判決が重要である理由は、この判決は櫻田・大沼[2010]に示すとおり、一連のストック・オプション課税における所得分類をめぐる判決のうち給与所得として判示された最初の判決だからである。同判決では米国親会社の株価形成要因として100%保有するわが国子会社の業績を挙げており、これを理由に米国親会社とわが国子会社従業員等の間に類推的に雇用契約を認めることが可能とした上で、権利行使益を給与所得と判示している。この論理展開は、従来わが国法人税法において親会社と子会社は納税主体として別個に存在し、取り扱われてきたところ、当該判決では、これまでの税務行政を覆す結果として注目された。そこから本研究は当該判決に着目した。

## 4 分析結果

### 4.1 下級審一時所得判決日におけるCAR1分析

表2は下級審一時所得判決におけるCAR1を被説明変数として重回帰分析を行った結果である。CAR1は下級審一時所得判決日前後1日におけるS.O.導入企業の経営者インセンティブに対する市場の期待を表している。同表によると、全てのモデルで一貫していたわけではないものの、CAR1に有意に反応したのは $\Delta$ CFとROS、及びS.O.の行使期間と行使価額であった。分析結果から、注目すべき説明変数としてS.O.の行使期間と行使価額について若干の説明をしておく。

まず行使期間についてである。2.3において「仮説1」を示したが、CAR1分析は「仮説1」の検証のために行われている。分析の結果によれば行使期間が1単位短縮するとCAR1は2.8%上昇する関連性にある。ここで権利行使期間について考えてみると、当該期間の短縮は経営者にとって経営課題への到達を加速させる圧力となって機能する。下級審一時所得判決に対する

- 19) 本稿においてCAR(-1,+1)を採用した根拠は、二つある。一つは、イベントの経済的影響が最大に反映されるのは、前後1日であるというのが先行研究(例えばYermack[1997]やGhosh *et al.*[2010])からの示唆を基にしているからである。Yermack[1997]はイベント日の前後1日のCARを採用する理由として、情報がイベント日の直前に漏出する可能性を指摘する。また翌日のARも加算するのは、そのイベントを受けて企業からの反応を市場が捕らえるからである。もう一つは、一時所得判決と給与所得判決の影響を一貫した形で検証したいからである。市場反応を一番に捉えそうな変数だけを裁量的に選択することは、研究の信頼性を損なうと考え、両分析では一貫して-1,+1のCARを選択する。ただ、表として示していないものの、櫻田・大沼[2010]の結果を利用して、CAR(+1,+5)とCAR(+1,+10)を被説明変数として分析したところ、予想符号通りの結果となり、CAR(-1,+1)の分析結果と大きな違いはなかった。

市場参加者の反応として、権利行使期間が短いほど市場の期待が高まるということは、市場参加者は短期で経営課題が達成されると判断したことが読み取れる。このように観てくると、分析により、「仮説1」は支持されたといえる。

次に行使価額についてである。行使価額が1単位上昇するとCAR1は0.7%上昇する関連性にある。一般に行使価額が上昇すればするほど、市場参加者のアラインメント効果への期待が高まる一方で、目標とする株価へ到達することは困難になる。しかし下級審一時所得判決におけるCAR1から、市場参加者は経営者の高い目標設定を克服可能だと判断したことになる。つまり市場参加者は下級審一時所得判決の結果によって、経営者がS.O.のインセンティブをより強く意識すると期待したのであろう。これによりS.O.のアラインメント効果が強く発現すると考えた市場参加者は、下級審一時所得判決を支持しつつ、S.O.導入企業への投資から短期的に高いリターンを得られると判断して行動したと考えられる。

#### 4.2 下級審給与所得判決日におけるCAR2分析

表3は下級審給与所得判決におけるCAR2を被説明変数として重回帰分析を行った結果である。CAR2は下級審給与所得判決日前後1日におけるS.O.導入企業の経営者インセンティブに対する市場の期待を表している。CAR2に有意に反応したのは $\Delta CF$ とETR, FS及びS.O.の行使期間と行使価額であった。また表3では、表2が示す結果に比べて注目すべき差異が観察される。とりわけ下級審一時所得判決を分析対象とした場合に比べ、行使期間の符号が逆になっていることは注目に値する。

ここで表1パネルBに再度注目してみると、下級審給与所得判決によってCAR2は全体として観れば平均的に0.6%下降している。このことからS.O.導入企業に投資する市場参加者が下級審給与所得判決日に示した反応は、当該判決に対する否定的態度であり、S.O.のインセンティブが脆弱化することへの懸念が株価下落へ結びついたと考える。これらを踏まえて表3の分析結果をみると、4.1同様、注目すべき説明変数としてS.O.の行使期間と行使価額が挙

表2 下級審一時所得判決についてのCAR1分析の結果

項	予測符号	model 1		model 2		model 3		model 4	
		推定値	t 値	推定値	t 値	推定値	t 値	推定値	t 値
切片	?	0.202	1.960 *	-0.015	-0.510	-0.039	-1.450	0.014	0.76
PBR	+	0.000	0.150	0.000	0.010	-0.002	-1.660	0.000	-0.28
$\Delta CF$	+	0.146	1.880 *	0.173	2.180 **	0.235	2.940 ***	0.172	2.01 *
ROS(営業利益)	-	-0.065	-1.220	-0.095	-1.590	-0.091	-1.750 *	-0.075	-1.19
ETR	+	-0.004	-0.520	-0.001	-0.090	-0.001	-0.110	-0.002	-0.29
FS	?	0.000	0.060	-0.001	-0.500	0.000	0.050	0.000	-0.38
行使期間	+/-	-0.028	-1.840 *						
発行数	+			0.004	1.030				
行使価額	+/-					0.007	2.030 **		
対象人数	-							0.000	0
自由度調整 R <sup>2</sup> 乗		0.103		0.047		0.211		0.012	
N		44		44		41		43	

\*, \*\*, \*\*\*, はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示しており、表3も同様である。

表3 下級審給与所得判決についてのCAR 2分析の結果

項	予測符号	model 1		model 2		model 3		model 4	
		推定値	t 値	推定値	t 値	推定値	t 値	推定値	t 値
切片	?	-0.125	-2.020 *	0.003	0.170	-0.033	-1.540	-0.003	-0.270
PBR	+	0.000	0.330	0.000	0.510	-0.001	-0.800	0.000	0.440
ΔCF	+	0.131	2.660 **	0.110	2.130 **	0.075	1.480	0.102	2.020 *
ROS(営業利益)	-	-0.018	-0.480	-0.017	-0.410	-0.066	-1.530	-0.018	-0.450
ETR	+	-0.014	-1.660	-0.017	-1.860 *	-0.021	-2.450 **	-0.017	-1.890 *
FS	?	-0.001	-2.140 **	-0.001	-1.520	-0.001	-1.940 *	-0.001	-1.500
行使期間	+/-	0.020	2.240 **						
発行数	?			0.001	0.500				
行使価額	+/-					0.007	2.310 **		
対象人数	-							0.003	1.550
自由度調整 R <sup>2</sup> 乗		0.239		0.147		0.240		0.192	
N		46		46		45		46	

げられる。この2つの変数が示唆に富むのは、次のような解釈が成り立つからである。

まず行使期間である。こちらも2.3において「仮説2」を示したが、CAR 2分析は「仮説2」の検証のために行われている。分析の結果によれば、行使期間が1単位延長すると2.0% CAR 2は上昇する。このことはS.O.の行使期間が長期化すること、ひいては目標とする株価へ到達するのに時間を要することを市場参加者は容認していることにほかならない。つまり、市場参加者はアライメント効果が発現するまでに比較的時間を要することを受け入れたのであろう。このように観てくると、分析により、「仮説2」は支持されたといえる。

他方、CAR 2と行使価額の関連性を観ると、CAR 1における分析と同様、両者には正の関連性がある。判決が一時所得であれ給与所得であれ、行使価額が高ければ市場参加者のS.O.導入企業に対する超過収益獲得への期待は膨らむといえる。

## 5 示唆と将来の課題

本稿は下級審一時所得判決日や下級審給与所得判決日前後のCARを分析対象として、S.O.導入企業それぞれのクロスセクション・データを基に、当該反応の大きさが、いかなる要因によってもたらされたのかを明らかにした。本稿の貢献は、S.O.交付がもたらすインセンティブ付与について、市場がいかなるS.O.交付条件により大きく反応するのかについて、課税要因を含めて詳細に検討した点にある。本研究において検討したように、S.O.の権利行使益への課税負担が一変するような判決日前後のCARを測定し、これを対象に分析を行った点に、本研究の独創的着眼点がある。本研究において特筆すべきは、S.O.制度導入においては当然のことであるが、S.O.訴訟においてさえも、株主と経営者との間の業績改善に向けた意識の一致を観察したということである。

この株主と経営者との間の意識の一致をアライメント効果と定義した上で本研究における分析結果を検討すると、アライメント効果の発現は、とりわけS.O.の行使期間と行使価額が

ら影響を受けるとの結論に達した。ただし、下級審一時所得判決日と下級審給与所得判決日を観察時点とした場合、前者においては行使期間の短縮によって株価への期待が集まる一方で、後者では行使期間の延長に対して市場参加者の期待が集まった。この分析結果の相違をいかに解釈すればいいのだろうか。

資本市場において下級審一時所得判決支持者の行動が短期投資目的で、下級審給与所得判決支持者の行動が長期投資目的であるという本稿の結論は、「仮説1」と「仮説2」の検証によって導出されている。しかし次のようなS.O.訴訟の事情を考慮するとこの反応は一層明解になる。わが国では100件を超えるS.O.訴訟が起こされているが、それぞれの係争事例が片付いてゆく中で一時所得判決優勢から給与所得判決優勢へと移行してきた。その中でS.O.の権利行使益に対する軽減がもたらす追加のインセンティブを、経営者も市場参加者も諦めざるを得なくなっていく。するとS.O.導入企業に対する投資家の期待も変化し、S.O.導入企業といえども、経営者は課税上の恩恵が縮小することから、付与インセンティブも萎縮してしまうと市場参加者は想定する。以上のように観てくれば、下級審一時所得判決前においてS.O.導入企業に注目していた市場参加者が、下級審給与所得判決に至り、やむを得ず短期的な投資から長期的な投資へと期間的な選好を転換せざるを得なかったと解釈する。この解釈は、本稿の分析結果、即ち「仮説1」と「仮説2」の検証結果と整合するのではなかろうか。

最後に本研究における残された課題について言及しておくのと次の通りとなる。本研究の分析対象企業の発行するS.O.は、一部の不明な銘柄を除いて、概ね新株予約権方式による。この結果、わが国のS.O.制度では、既存株主にとっては株式の増加と、それに伴う利益の希釈化を生じさせる。利益の希釈化が生じると予想されてもなお、市場はS.O.制度の導入に対し好感を示すのか。かかる問題意識は紙幅の都合

もあり本稿の主たる課題とはならなかったが、今後の研究において検討されるべきであろう。

## 後記

本論文は、次の研究助成による成果の一部である。  
 ①平成22年度財団法人石井記念証券研究振興財団、②平成23年度科学研究費基盤研究(C)「多国籍企業における国際課税要因が資本市場に与える影響について」(課題番号23530562)、③平成23年度科学研究費基盤研究(C)「租税状況とコーポレート・ガバナンスの関係性」(課題番号22530494)。④平成23年度科学研究費基盤研究(A)「国際的なリスク・エクスポージャーと最適開示の制度設計に関する総合的研究」(課題番号23243060)。謝してここに記す。

## 参考文献

- Aboody, D. and R. Kasznik. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, 29(1): 73-100.
- Aboody, D., M.Barth, and R. Kasznik. 2004. Firms' Voluntary Recognition of Stock-Based Compensation Expense, *Journal of Accounting Research*, 42(3): 123-150.
- Brown, S. J. and J. B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- Bushman R. and A. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance, *Journal of Accounting Research*, 32: 237-333.
- Campbell, J., Lo, A. and A. C. MacKinlay. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (『ファイナンスのための計量分析』祝迫得夫ほか訳書 共立出版2007年)
- Cavusoglu, H., B. Mishra, and S. Raghunathan. 2004. The Effect of Internet Security Breach Announcements on Market Value: Capital Market Reactions for Breached Firms and Internet Security Developers, *International Journal of Electronic Commerce*, 9(1): 69-104.
- Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J., Sezer, O., and C. F. Sirmans. 2010. The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance : Evidence from REIT Stock Repurchases, *Real Estate Economics*, 38(1): 31-



- 55.
- Heron, R. and E. Lie. 2007. Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants?, *Journal of Financial Economics*, 83(2): 271-295.
- Kale, J., Reis. E., and A. Venkateswaran. 2009. Rank-Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance. *Journal of Finance*, 64(3): 1479-1512.
- Lie, E. 2005. On the timing of CEO stock option awards. *Management Science*, 51(5): 802-812.
- Prather, L. J., Chu, T., and P. Bayes. 2009. Market Reaction to Announcements to Expense Options, *Journal of Econometric Finance*, 33: 223-245.
- 櫻田譲・大沼宏. 2010. 「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第6回税に関する論文入選論文集』. 財団法人納税協会連合会: 53-94.  
<http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/44424>  
<http://www.nouzeikyokai.or.jp/ronbun/kako.html>
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- 山崎福寿・井上綾子. 2005. 「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証—報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディー」Discussion Paper.
- Yermack, D. 1997. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements, *Journal of Finance*, 52(2): 449-476.