



Title	ストック・オプション判決に対する市場の反応
Author(s)	櫻田, 譲; 大沼, 宏
Description	第6回「税に関する論文（財団法人納税協会連合会主催）専門家の部 奨励賞入選論文」
Relation	第6回「税に関する論文集」pp.53-94
Issue Date	2010
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/44424
Type	journal article
File Information	6-3.pdf



ストック・オプション判決に対する市場の反応

櫻田 譲 (北海道大学大学院経済学研究科准教授)

大沼 宏 (東京理科大学経営学部准教授)

1 はじめに

ストック・オプションは、株式会社の従業員や役員が、当該会社へ権利行使価格を払い込むことによって株式売買契約を成立させる権利である。多くの場合、ストック・オプション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。以下、本研究において当該差額をストック・オプションによる「権利行使益」とし、その上で当該権利行使益がいかなる所得分類として課税すべきであるかについて争われた過去の租税訴訟（ストック・オプション訴訟）をとりあげ、訴訟判決日をイベント日とするイベント・スタディを行うこととする¹⁾。

そもそもストック・オプション制度は、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。このためストックオプション制度の導入が資本市場に与える影響について分析した研究例は少なくない。具体的にはストック・オプションの実施に伴って正の超過収益を観察したという Yermack [1997] による所見や、事前に付与日が決められているストック・オプションについての調査では、付与日以前に負の、以後に正の超過収益を観察するという Aboody and Kasznik [2000] や Chauvin and Shenoy [2001] による所見がある。われわれはこれらの研

究成果から、一般的にストック・オプション制度の導入は、資本市場の参加者によって歓迎されると考えてもよいといえる。しかしこのように、ストック・オプション制度の導入そのものを観察対象としたイベント・スタディからさらに踏み込んで、権利行使益がいかにかに課税されるかについて市場の反応を実証的に検討した研究例は、今までのところ存在していない。

わが国においては平成16年～17年にかけて、税制非適格ストック・オプションの権利行使益が、一時所得なのか或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とされており、その根拠は平成17年1月25日の最高裁第三小法廷判決に基づいている。しかしながらこれより前には権利行使益について、所得分類を一時所得とする場合も存在していた。したがって各地で繰り返されるストック・オプション判決によって、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時期が存在し、この間、判決内容によってストック・オプション制度を導入している法人の株価が影響を受けたのではないかと考えた。

勿論株価の変動は日々の様々な要因によって変化するであろうから、ストック・オプション訴訟の判決のみが企業価値を大きく増減させるとは考えにくい。つまり当該判決日をイベント・スタディにおけるイベント日とするも、ストック・オプション訴訟の判決によって市場が反応しない可能性も否定し得ない。しかしながら本稿後段においてとりあげる新聞報道にあるとおり、権利行使益の所得分類が下級審判決において二転三転した経緯からか、最高裁判決が与えた社会的影響は少なくなかったようにも思える。そこで下級審判決も含め、ストック・オプション訴訟判決は資本市場に影響を与えたといえるのか、またその反応に規則性があるのかについて、本稿で明らかにしてみたいと思う²⁾。

さて、ストック・オプション行使者は多くの場合は給与所得者であるから、権利行使益が給与所得と分類されれば権利行使益以外の年間の給与所

得に当該権利行使益が追加され、その結果として累進課税による影響を受けて納税負担が増加する。他方、権利行使益が一時所得と判断されれば、50万円の特別控除と半額課税という課税上の恩恵に浴することができる。このようなことから一時所得と分類されれば、給与所得と分類された場合に比し、ストック・オプション行使者への課税は緩められる。したがって納税者は権利行使益について当然に一時所得を主張し、他方課税当局は給与所得を主張するが、こうした利害の対立が租税訴訟として繰り返されたのが概ね平成14年から同17年までである。

そこでわれわれは権利行使益の所得分類が一時所得か給与所得かによって、インセンティブ付与を一層高めるか、減殺させるかという問題へと繋がっていると考えた。つまり、権利行使益に関する所得分類を巡る判決を受けて、市場参加者は、その時々でストック・オプション交付企業を再評価していると推測したのである。このような仮説については本稿3-2で詳細にふれるが、以下、本研究の概要について記せば次の通りである。

本稿2では、本研究の背景を探る目的で、わが国初のストック・オプション訴訟が下級審から最高裁において結審するまでの経過を概観するが、そこで当該係争事件における問題の所在や基礎的認識について言及する。またこのような作業と同時に、ストック・オプション行使を分析対象とした先行研究や、従業員発明によって相当の対価を求めた係争事件（本研究において単に「職務発明訴訟」と略称する）が市場に与えた影響を分析した先行研究をとりあげ、ストック・オプション訴訟によって市場参加者がいかなる反応を示すかについて基礎的な検討を行い、仮説を提示する準備とした。

本稿3では2における検討をもとに、分析対象とするストック・オプション訴訟の事例を3つに絞り込んだ。そしてそれら3つの訴訟判決日をイベント日とするイベント・スタディのリサーチ・デザインを示し、3つの租税訴訟判決における市場の反応に関して仮説を導出した。

本稿4では3において導出された仮説を検定するためにイベント・スタディの分析モデルを示し、平均累積超過収益率の推移やイベント日周辺における株価収益率が、統計的に有意に「異常」といえるかについて検証した。その結果、下級審判決では市場参加者の反応が有意であったにもかかわらず、最高裁判決では弱い反応を示したに過ぎないことが明らかとなった。

つまり、権利行使益を一時所得と判示した下級審判決では裁判の結果を好感する有意な反応が観察されたが、逆に同権利行使益を給与所得と判示した下級審判決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。これら2つの反応は、ストック・オプション訴訟における下級審判決を観察対象とした結果であるが、逆に最高裁判決ではこれら2つの下級審判決に比し有意な反応は観察されていない。しかしながら資本市場参加者が一時所得判決でポジティブ、逆に給与所得判決でネガティブな反応を示すという規則性を発見している。

これらの分析結果を踏まえ5では、本研究の分析結果の解釈と貢献、残された課題を論じた。本研究の貢献は、ストック・オプション権利行使者への課税条件が変化することで、ストック・オプション制度を導入している法人に対する市場参加者の評価も異なるという結果を導出することに成功した点にある。そしてこの研究成果による含意としては、税制の変化が資本市場に与えた影響はきわめて大きかったことを実証的に明らかにしたことである。

2 研究の背景

2-1 所得分類判決の経緯

権利行使益に対する課税をめぐり、一時所得か給与所得かで争われた一連の訴訟事例について、主なものを(表1)にまとめた³⁾。原告は概ね外

資系法人のわが国子会社における従業員であり⁴⁾、親会社株式を付与されるストック・オプション制度に基づいて、権利を行使した際に生じた経済的利益（権利行使益）を給与所得とした課税庁の更正を不服とする訴訟事例である。わが国においてストック・オプション訴訟に関する最初の判決は平成14年11月26日に言い渡された一時所得とする判決であるが、その後上級審（東京高裁第12民事部 平成14年（行コ）309号判決）で係争が引き継がれ給与所得として判示されている。このような流れは、その後に争われる一連のストック・オプション訴訟の顛末を示す典型例となった。つまり、時が経つほど給与所得判決が優勢となるわけである。

（表1）主なストック・オプション判決と判示された所得分類

裁判年月日	裁判所名	所得区分	事件番号
平成14年11月26日	東京地裁民事第3部	一時所得	平成13（行ウ）197
平成15年8月26日	東京地裁民事第2部	一時所得	平成12（行ウ）309等
平成16年1月21日	横浜地裁第1民事部	給与所得	平成13（行ウ）54等
平成16年1月30日	東京地裁民事第38部	給与所得	平成14（行ウ）214
平成16年2月19日	東京高裁第8民事部	給与所得	平成15（行コ）235
平成16年2月25日	東京高裁第12民事部	給与所得	平成14（行コ）309
平成16年2月27日	東京地裁民事第38部	給与所得	平成14（行ウ）138等
平成16年3月16日	東京地裁民事第3部	一時所得	平成13（行ウ）46
平成16年9月29日	東京高裁第12民事部	給与所得	平成16（行コ）135
平成16年11月2日	神戸地裁第2民事部	給与所得	平成14（行ウ）30
平成16年12月8日	東京高裁第5民事部	給与所得	平成15（行コ）233
平成16年12月17日	東京地裁民事第2部	一時所得	平成15（行ウ）357
平成16年12月17日	東京地裁民事第2部	一時所得	平成15（行ウ）502
平成16年12月22日	名古屋地裁民事第9部	給与所得	平成16（行ウ）36
平成17年1月25日	最高裁第三小法廷	給与所得	平成16（行ヒ）141
平成17年5月31日	東京高裁第24民事部	給与所得	平成16（行コ）79

平成17年 6月16日	大阪高裁第14民事部	一時所得	平成16（行コ）121
平成17年 9月29日	東京高裁第14民事部	給与所得	平成17（行コ）11
平成17年10月28日	千葉地裁民事第3部	給与所得	平成14（行ウ）62
平成17年12月16日	東京地裁民事第3部	給与所得	平成15（行ウ）427
平成18年10月24日	最高裁第三小法廷	一時所得	平成17（行ヒ）20
平成19年 4月25日	東京高裁第17民事部	給与所得	平成18（行コ）85
平成19年 7月 6日	最高裁第二小法廷	給与所得	平成18（行ヒ）295
平成20年 2月15日	大阪地裁第2民事部	給与所得	平成17（行ウ）151等
平成20年12月19日	大阪高裁第6民事部	給与所得	平成20（行コ）45

平成16年中の訴訟事例では権利行使益を給与所得とする下級審判決が圧倒的件数を誇っているが、中でもストック・オプション訴訟における最初の高裁判決が2月19日に東京高裁第8民事部から言い渡されており、権利行使益を給与所得と判示した点が注目される。平成17年以後は高裁・最高裁判決で権利行使益を給与所得とする下級審判決が支持され、係争事例自体が減少してゆく。そこでこの推移を（表1）によって少し詳しくみると、平成16年中の12件の訴訟事例の内9件が給与所得と判示され、さらにその内3件が高裁判決となっている。続く平成17年では6件の係争事例の内5件で給与所得とされているが、その中でも同年以後の判決に大きな影響を与えた最高裁第三小法廷 平成16（行ヒ）141号判決が登場している⁵⁾。このように平成17年は1つの最高裁判決と3つの高裁判決が登場しており、権利行使益の所得分類をめぐる争いの結論は給与所得であるとして、一連の訴訟が収束に向かった年であった。

なお、税務行政の根拠となる所得税関連法令整備の推移であるが、平成14年6月24日付けの所得税基本通達23～35共－6の改正によって初めて、権利行使益に対する課税が給与所得となる旨、明記された。それ以前は、「課税実務においても、平成9年分の所得税の確定申告がされる時期ころまでは、上記権利行使益を一時所得として申告することが容認されてい

た。しかしながら、(中略－引用者)平成10年分の所得税の確定申告の時期以降は、上記権利行使益を給与所得とする統一的な取扱いがされるに至った」⁶⁾。したがって通達が改正される平成14年6月頃までは権利行使益を給与所得とする法的根拠が存在しない状態が続き、混乱を招くきっかけとなった。このため納税者とのトラブルは、平成10年前後の確定申告に対する更正処分がきっかけとなっている。

2-2 権利行使益を一時所得とする見解

権利行使益に対する所得分類をめぐる訴訟においては、結果的に平成17年1月25日の最高裁判決によって給与所得である旨判示され、一応の解決をみている。そこで本節では所得区分をめぐる議論のうち、一時所得とする見解を概観しておくこととする。

権利行使益は「当事者の会社との関係により、事業所得、一時所得または雑所得のいずれかに該当すると解すべきである」とあるが(金子 [2007, p.186.])、このなかで事業所得に区分される場合は、顧問弁護士や顧問税理士に対して付与されたストック・オプションが権利行使益を発生させた場合である。したがって法人役員や従業員による権利行使益は一時所得とされる。

権利行使益が給与所得ではなく、一時所得であるとする思考は、給与所得概念を狭義説に基づいて解釈する思考に由来する。なぜならば給与所得概念の狭義説とは、権利行使益などのごとき「追加的な給付が提供された労務の対価にあたるか否かを厳密に考える考え方」(佐藤 [2004, p.25.])であるため、この考えによると使用人の労働の質と量が権利行使がもたらす経済的利益の多寡に相関せず、故に権利行使益は給与所得の要件を満たさないとする。また権利行使益を獲得するためには株価の上昇という外部要因に依拠せねばならず、対価の不確定性が認められることから、給与所得への区分が馴染まないと考える。結果、権利行使益は給与所得となら

ず、一時所得と解される余地があるという⁷⁾。

さらにわが国において展開されたストック・オプション訴訟は、米国親会社の出資するわが国子会社の従業員等に対して、親会社株式によるストック・オプションを付与する事例である。したがって子会社従業員等が親会社と直接の雇用契約を結んでいないことを論拠に、親会社から支給される金員、つまりこの場合は権利行使益を給与所得とするのではなく、一時所得とする見解も存在している⁸⁾。

加えて権利行使益を一時所得とした東京地裁民事第3部（平成13（行ウ）46号判決）の判決理由では、同権利行使の条件成就後に株価が上昇した場合に生じた所得は、「使用者の支配の及ばぬ運用益」であり、「資産の譲渡の対価ではなく、かつ、役務の対価ではないから一時所得となる」旨判示している。しかしながら一高教授によれば、「行使利益は、給与所得と資産の譲渡による所得の混合的性質を有し」としていると指摘し（一高[2004, p.103]）、当該判決に疑問を投げかけている。

2-3 権利行使益を給与所得とする見解

前節において給与所得概念の狭義説に言及したが、これに対して広義説は「使用者が従業員等にその従業員等の地位にもとづいて与えるものを包括的に給与所得として考える考え方」である（佐藤 [2004, p.25.]⁹⁾。これによれば権利行使益は給与所得と区分されるが、その根拠として佐藤教授によれば、家族手当の支給を例に次のように説明し、権利行使益も給与所得に該当するとしている。すなわち「本給部分は給与所得だが、追加の家族手当等は対応する労務提供無く継続的に使用者から与えられる金銭であって雑所得にあたる、という解釈論は、論じるまでもなくナンセンス」と言える（佐藤 [2004, p.26.]¹⁰⁾。

また前節において、わが国子会社従業員等と米国親会社との間に雇用契約が存在しないことを根拠として権利行使益の給与所得性を否定する見解

を示した。しかし最高裁第三小法廷 平成16（行ヒ）141号判決では、そのような親会社と子会社従業員との厳密な雇用関係が前提となって当該権利行使益の所得区分が行われる必要はないとの見解を示している。なぜなら当該判決は、親子会社や企業グループという複数の経済主体の集合を一つの課税主体としてみなす思考を採用しており、資本関係が100%出資の子会社を親会社の一部と考え、結果として当該最高裁判決では、子会社従業員等に支給した親会社のストック・オプションから生じた権利行使益は親会社からの給与である旨判示した。

しかしながらこのような論理展開には次のような問題点が指摘されるのも事実である。例えば大淵教授 [2005, pp.18-19.] は100%所有という「親子会社関係にないが、一定の株式を所有する一方の会社の使用人にストック・オプションを付与し、その従業員等が得た権利行使益が、何故に給与所得に該当しないのか、また、その場合でも給与所得に該当するのか」という論点について何ら言及されていない」と指摘する。

2-4 スtock・オプション制度の導入と市場の反応に関する先行研究

ストック・オプション制度の導入と市場の反応を分析対象とした研究として、Yermack [1997] や Aboody and Kasznik [2000]、Chauvin and Shenoy [2001] がある。彼らはストック・オプションの実施によって市場参加者はポジティブに反応し、実施日以後は正の超過収益率を観察するとしている。

これらの分析結果の中で Yermack [1997] が観察した正の超過収益率について、インセンティブ効果やエージェンシー理論に基づくというよりも、むしろ情報公開のタイミングをコントロールした結果であるという解釈を行っている。すなわち、Yermack [1997] は、グッドニュースが公表される直前にストック・オプションを付与しているのではないかと指摘する。

Aboody and Kasznik [2000] は、事前にストック・オプションの付与日が固定していた場合に、経営者は付与日前に悪い情報を意図的に出して株価を引き下げて、その後株価を上昇させるという手段を使う可能性を指摘している。分析の結果、経営者は機会的に情報開示のタイミングを操作して、意図的にストック・オプション報酬の増額を図ったと示唆する。

こうしたAboody and Kasznik [2000] の分析結果を更に詳細に検討したLie [2005] によれば、ストック・オプションの付与日を意図的に変えて、株価を下げて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、バックデイトング仮説の検証を行った。彼は1992年から2002年の間に公表された経営者ストック・オプション5,977件について分析を行った結果、ストック・オプション交付発表前後で平均超過投資収益率に著しい下落と上昇が存在することを示した。

Heron and Lie [2007] はLie [2005] の分析結果を踏まえて、これまでに検証されてきたバックデイトング仮説を再度検証した。検証の結果、やはりストック・オプション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。

Aboody, *et.al.* [2004] は、アメリカ財務会計基準書123号 (SFAS123) 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は有意にプラスの超過収益率を得られるかについて検証した。分析の結果、ストック・オプションの公正価値を費用として認識することでプラスの超過収益率は得られたものの、有意な値とはならなかった。市場にとっては、報酬費用は事前に織り込み済みと解釈される。続いて彼らは、株式報酬費用の認識を早期に開示する法人と遅れて開示する法人とで超過収益率に相違があるかを検証した。分析の結果、早期に株式報酬費用の計上をアナウンスした法人は、有意に正の超過収益が得られることが明らかになった。

Prather, *et.al.* [2009] はストック・オプション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。これによると、イベント日の1日前は有意にマイナスの超過収益率を見せていたが、1日後は有意にプラスの超過収益率に転じた。その一方でイベント日を含む累積超過収益率(Cumulative Abnormal Return: CAR)は統計的に有意な数値を示さなかった。彼らはいくつかの仮説を元にサンプル分割を行い検証を繰り返しても一貫した結果を得た。この結果について、長期保有目的の投資家は脚注から財務諸表本体への自発的な記載変更を重視していないものの、短期保有目的の投資家はこの会計方針の変更に反応していたと見ている。

Ghosh *et.al.* [2010]はREIT(Real Estate Investment Trust)のストック・オプション交付を巡るガバナンス構造を検証することを目的としていた。彼らはイベント・スタディを通じて、株式買い戻しの公表日前後のCARから、REITのガバナンス構造を分析した。分析の結果、ストック・オプション交付によっ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を発見できたものの、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する。つまり、REIT投資家は、ストック・オプションの交付によってアラインメント効果が発揮され、結果としてストック・オプションは費用のかかるモニタリング・コストを節約することに貢献したと考えていると、彼らは結論づけている。

これらの研究から明らかになるのは、ストック・オプションの付与及び行使について、市場参加者はきわめて興味深く観察しており、特に会計方針や付与日の変更といった経営者の行動に注目していることが分かる。

2-5 訴訟判決に関するイベント・スタディ

本研究は、下級審から最高裁までのストック・オプション訴訟判決が、資本市場に与えた影響を観察することを目的としている。そこで本節では訴訟判決日をイベント日とするイベント・スタディの先行研究として山崎・井上 [2005] に注目する。この研究では、オリンパス事件と青色発光ダイオードの和解を分析対象としてとりあげ、市場にいかなる影響を与えたのかについて、イベント・スタディによる分析を行っている。これらの事例は、使用人による職務発明において相当の対価を使用者に求めた訴訟（職務発明訴訟）である。職務発明訴訟とストック・オプション訴訟の共通点といえば、両者共に従業員等への経済的利益の支給をめぐる訴訟であるという点であり、さらにその支給された金員が所得税法上、いかなる所得分類であるかについて興味深い議論が展開されているという点でもある。

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。その分析結果の含意するものは次の通り、「地裁判決での莫大な『相当の対価』が大きく下方修正された青色発光ダイオード事件の和解成立は、研究開発を盛んに行う法人の株価を有意に上昇させた」というものであった。また「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」と指摘している（山崎・井上 [2005, p.2]）。

そもそも特許法第35条第3項に規定する「相当の対価」の算定については、同5項において、その発明により使用者等が受けるべき利益の額、その発明に関連して使用者等が行う負担、貢献及び従業者等の処遇その他の事情を考慮して定めなければならないとしている。このことを踏まえると、原告使用人が求める相当の対価とは佐藤教授が指摘するように、「当該特許を受けるべきべき権利の『時価』の支払いを求めたものとは考えが

たい」といえる。つまり相当の対価は、「使用者以外の第三者（独立間当事者）に譲渡する際の『時価』を観念して、その金額の支払いを使用者に求めたものではない」と理解されている（佐藤 [2004, p.28.]）。

現在はこのように使用人への相当の対価が認識されているが、係争過程においてはいかなる程度を使用人への相当の対価とすべきか、市場参加者や研究開発に注力する法人経営者らの関心は高かったといえる。そこで山崎・井上 [2005] は、職務発明訴訟をイベント・スタディによって、訴訟判決が資本市場に有意な影響を与えるとの結果を導出している。このようにストック・オプション訴訟を素材とするイベント・スタディを行う本研究にとって山崎・井上 [2005] の研究成果の含意は豊かである。

そして職務発明訴訟に租税法的含意があるとすれば、相当の対価がいかなる所得区分に属するかについて、検討の機会を提供したことにあるだろう。先にも解説したとおり、特許法第35条第3項に規定する相当の対価は同第5項によって説明されるが、そこで相当の対価には「使用者等が行う負担、貢献」が考慮されなければならない旨規定されている。注目すべきは、この特許法の規定が、相当の対価は使用人の給与所得であるとの見解に通底するという点である。

つまり「使用者等が行う負担、貢献」とは、発明に至るまでに研究室や実験装置、材料などが使用者によって負担されたことを指している。そして従業員発明とは、そのような研究環境の下で、仮に研究が失敗に終わったとしても使用人はいかなる経済損失も負うことがない。このことから使用人が独立して発明を行ったとは言えないため、発明の成果である特許が使用人から使用者へ継承された場合、使用人の発明した特許を原始的に使用人の資産とし、譲渡所得が発生したと解することに限界を示すことになる。つまり、従業員発明の背景にある「使用者等が行う負担、貢献」によって、所得税法において給与所得概念を構成する「自己の危険と計算によらないで獲得した経済的利益」が発生するということができ、これらの関

係から発明対価を課税上は給与所得とすることに妥当性が認められると考えるのである¹¹⁾。

このように山崎・井上 [2005] の研究成果と職務発明訴訟の判決から、本研究に対し、次の2点のインプリケーションが与えられた。1つ目は、下級審判決が支持される場合は、資本市場の反応が鈍るということである。2つ目は、使用人への相当の対価がいかなる程度となるかによって、市場参加者に一定程度の影響を与えるということである。なお、職務発明訴訟では和解による相当の対価が支払われることで法人にキャッシュ・アウト・フローが発生する。しかしながら、本研究が分析対象とするストック・オプション訴訟では、訴訟の顛末によって法人側にキャッシュ・アウト・フローが発生することはない。この違いに注目して、職務発明訴訟と同質の影響を、ストック・オプション訴訟が資本市場に与え得るのか明らかにする。そこでこれらのインプリケーションを基に以下で本研究のリサーチ・デザインを検討する。

3 リサーチ・デザイン

3-1 イベント日の決定

本研究でとりあげるストック・オプション訴訟の顛末は、最高裁第三小法廷 平成16 (行ヒ) 141号判決によって権利行使益を給与所得とする旨判示され、結審している。しかしその判決に至るまでは紆余曲折あり、権利行使益を一時所得か給与所得のいずれに区分するとしても、幾つかの疑問が残される結果となった。権利行使益が一時所得として課税されれば納税者有利に働くことから一時所得判決は納税者に歓迎されるであろう。しかし平成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) による一時所得判決が「注目すべき判示」であり、「ストックオプションの権利行使益が給与所得に該当しないという結論を導きうる点で画期的」

と評されたように（佐藤 [2004, pp.33-34.]）、その判決の意外性も否定できない。

また給与所得と判示した最高裁第三小法廷 平成16（行ヒ）141号判決に対しては、「株式所有割合による経営支配の程度に応じて給与所得又は一時所得の所得区分が判断されるという解釈の根拠が全く説示されない」とし、「納税者の予測可能性と法的安定性を阻害する結果」とも評されており（大淵 [2005a, p.19.]）、当該判決趣旨も関係者の関心を集めた訴訟であったといえる。このような経緯から、ストック・オプション訴訟が資本市場へ与えた影響は少なくないものと推測される。

さて、ストック・オプション訴訟が資本市場にいかなる影響を与えたのかについて明らかにするために、まず必要なことはイベント日の決定である。権利行使益をめぐる一時所得か給与所得かで争われた租税訴訟のうち、いかなる訴訟判決日をイベント日とするか検討してみることにする。そこでエポック・メイキングな次の3つの判決をイベント日として選ぶことにした。

まず1つ目は平成15年8月26日の一時所得判決 東京地裁 平成12（行ウ）309号判決である。この判決が重要である理由としては先にも触れた通り、当該判決が画期的であったという点であろう。さらに（表1）によっ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。このことから同判決が事実上、一時所得として判示された最後の判決であるとも言え、イベント日としてふさわしいと考えた。

また2つ目のイベント日としてとりあげるのが、平成16年1月21日の給与所得判決 横浜地裁 平成13（行ウ）54号判決である。この判決は（表1）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¹²⁾。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であるとして、「経営の支配と労働の対価という性質の異なるものを同一視するという誤謬を犯している」と厳しい批判がされている（大淵 [2005a, p.31.]）。このような経緯からも、当該判決は数ある下級審給与所得判決の中でもひととき注目される判決であったといえる。なお、同判決から1ヶ月後には、ストック・オプション訴訟におけるわが国初の高裁判決（東京高裁第8民事部 平成15（行コ）235号判決）があり、同判決にも影響を与えたと思われる点からしてもイベント日として妥当と考えた。

3つ目にとりあげるのが平成17年1月25日の給与所得判決となった最高裁第三小法廷 平成16（行ヒ）141号判決である。この判決はわが国ストック・オプション訴訟における初の最高裁判決であり、第一審が平成15年8月26日の一時所得判決 東京地裁 平成12（行ウ）309号判決である¹³⁾。一連の訴訟は、米国の巨大IT企業であるインテル社のわが国子会社従業員が起こしたものであり、各紙による新聞報道が散見されたことから、判決内容は資本市場でも注目されたと考え、イベント日とした¹⁴⁾。

3-2 仮説の導出

本研究はストック・オプション訴訟が資本市場に与えた影響を明らかにする目的がある¹⁵⁾。そこで一連の判決の中で、権利行使益の所得分類が一時所得と給与所得の間を二転三転する状況から、それぞれの場合における市場の反応を予測し、次の3つの仮説を導出することとした。つまりストック・オプション行使が本研究の観察対象であることから、2-4の先行

研究の結果を踏まえ、ストック・オプション制度を採用する銘柄の株価が上昇するという前提を置き、その上で言い渡される判決が一時所得か給与所得かによって2つの場合に分けて仮説を考えてみる。なお、株価が下落した場合はストック・オプションの権利行使が行われにくくなると考えたために、本研究における検討対象から外している。そして最後に下級審判決を支持する最高裁判決が出た場合について3つ目の仮説を検討する。

1つ目の仮説は、株価上昇局面で一時所得判決が出た場合である。株価上昇局面ではストック・オプションの権利行使が活発となると思われる。その上で当該権利行使益が一時所得に分類されるとの判決が出れば、税負担が軽くなるので権利行使者となる役員を含めた従業員等は、当該判決を歓迎するであろう。この結果から市場参加者は、株価上昇局面の一時所得判決によって権利行使者の経営マインド向上が誘発され、さらなる株価上昇へ結びつくとも判断するかも知れない。つまり、ストック・オプション制度は経営者と株主の利害一致のための仕掛けであるから、株価上昇によってインセンティブ付与されるが、一時所得判決によって課税要因による追加的なインセンティブ付与も期待されるため、市場参加者が好感するはずである。この現象を本研究では「課税要因によるインセンティブ効果」と呼ぶことにする。そこで次の仮説H1を提起する。

H1：株価が下降しない状況下で一時所得判決が出されれば、市場参加者はポジティブに反応する。

2つ目の仮説では、株価上昇局面で給与所得判決が出た場合である。1つ目の仮説同様、株価上昇局面ではストック・オプション権利行使が活発となると思われるが、権利行使益が給与所得と判示されれば、ストック・オプションの権利を行使する経営者らにとって税負担が重くなる。したがって給与所得判決という課税要因はストック・オプション制度によるそもそものインセンティブ効果を減殺すると予想される。このため一時所得判

決ほどの経営者マインドの向上を誘発せず、市場参加者の反応はネガティブに傾くと予想される。この現象を本研究では「課税要因によるディスインセンティブ効果」と呼ぶことにする。そこで次の仮説H2を提起する。

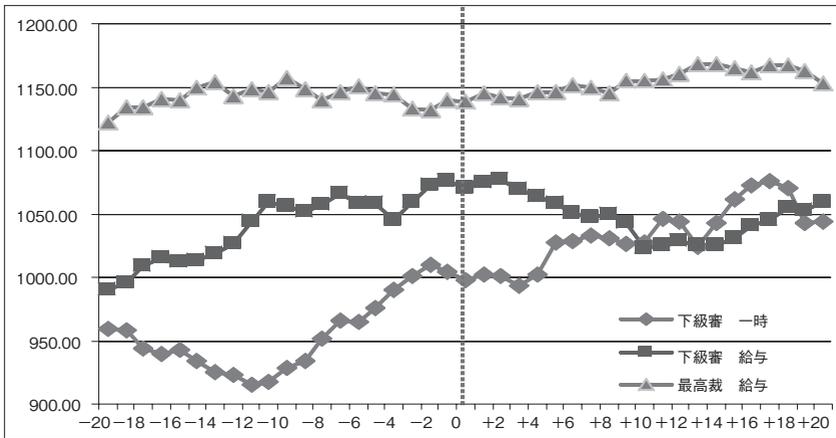
H2：株価が下降しない状況下で給与所得判決が出されれば、市場参加者はネガティブに反応する。

3つ目の仮説は、本稿2-5における山崎・井上 [2005] による分析結果を検討することを目的としている。つまり、「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]) との分析結果を検証することにするが、わが国ストック・オプション訴訟において初の最高裁判決となった最高裁第三小法廷 平成16(行ヒ)141号判決は、結果として下級審判決(平成16年2月19日の東京高裁 平成15(行コ)235号判決)を支持した。したがって下級審を支持した最高裁判決の影響が限定的であったのかについて明らかにするために、次の仮説H3を提起する。

H3：下級審判決を支持する最高裁判決が出された場合、市場参加者の反応は鈍くなる。

このように観てくると、本研究ではストック・オプション訴訟判決が資本市場へ与えた影響を観察するために、前提としてイベント日を含むイベント・ウィンドウが株価上昇局面にあることが好ましいと言える。したがってもし仮にストック・オプション訴訟判決日が株価下降局面にあったとすれば、本研究の目的であるストック・オプション判決が資本市場に与えた影響を観察することは困難になるであろう。そこで参考までに、イベント日を挟んだ20日前後(イベント・ウィンドウ)のTOPIXの推移を下に掲げておく。

(図1) イベント・ウィンドウにおけるTOPIXの推移



このように(図1)から、3つの判決日をイベント日とするそれぞれのイベント・ウィンドウ内では、株価推移に著しい下落傾向はないことが示された¹⁶⁾。

3-3 データ

株価データについては日経NEEDS Financial QuestとYahoo Financeから収集した。またストック・オプション交付企業は、(株)eol社が提供する「eolデータソース」を通じて検索した308社であるが、これらは2003年度から2007年度までの期間において東京証券取引所等にストック・オプション交付を新たに申請した法人である¹⁷⁾。そのうち日時株価データが入手できる法人をサンプルとして選択した。

結果的に日時データが収集できたサンプルは平成15年8月26日の下級審一時所得判決(東京地裁 平成12(行ウ)309号判決)の分析において47社、平成16年1月21日の下級審給与所得判決(横浜地裁 平成13(行ウ)54号判決)の分析において50社、平成17年1月25日の給与所得判決となった最高裁判決(最高裁第三小法廷 平成16(行ヒ)141号判決)の分析において62社である。なお、エスティメーション・ウィンドウ内で出来高の

ない日が一日でも存在した銘柄は、サンプルから除外している。

4 分析方法とその結果

4-1 イベント・スタディの分析モデルと標準化した平均累積超過収益率

イベント・スタディによる分析では、各銘柄の超過収益率の算出に必要な期待収益率を推計する。そのためにマーケット・モデルの推計を行うが、マーケット・モデルの構成要素となる各銘柄の対前日比収益率 R_{it} を次のように算出する。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

また同時にマーケット・インデックス R_{mt} の対前日比収益率を次のように算出する。なお、本研究におけるインデックスはTOPIXを用いることとする。

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

各銘柄のマーケット・モデルはマーケット・インデックスによって推計されるとすれば、 R_{it} と R_{mt} は次の線形関係にある。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + u_{it}$$

この回帰式のパラメーター α と β は、分析対象となるイベント日より前の期間における各 R_{it} と R_{mt} を用いて最小二乗法によって求められるが、ここでは3つの判決日の267営業日前から21営業日前までのデータを推計期間 (Estimation Window) として設定する¹⁸⁾。なお、イベント日を $t=0$ としており、 u_{it} は誤差項である。

さらに各銘柄毎に算定されるマーケット・モデルの推定値として $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ とすると i 銘柄の t 日における超過収益率 (Abnormal Return) は次のように算定される。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{mt}$$

ARが有意に「異常な」収益率であるか否かを判定するために、超過収益率を標準化してSAR (Standardized AR) を求める。なお、標準化に用いる $\hat{\sigma}_i$ は推計期間における誤差項の標準偏差として次のように定義される¹⁹⁾。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\sum_{t=1}^{21} \frac{AR_{it}^2}{247-2}}$$

イベント・スタディにおいてはイベントの株価への影響を1日ごとに観察するのみならず、数日の累積値によって観察することが慣例となっているので累積超過収益率を $CAR_i(t1, t2)$ として求め、これを CAR_i と表現する。

$$CAR_i = CAR_{i(t1, t2)} = \sum_{t=1}^{t2} AR_{it}$$

その上で CAR_i を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として $SCAR_i(t1, t2)$ を求め、これを標準化した累積超過収益率として $SCAR_i$ とする。

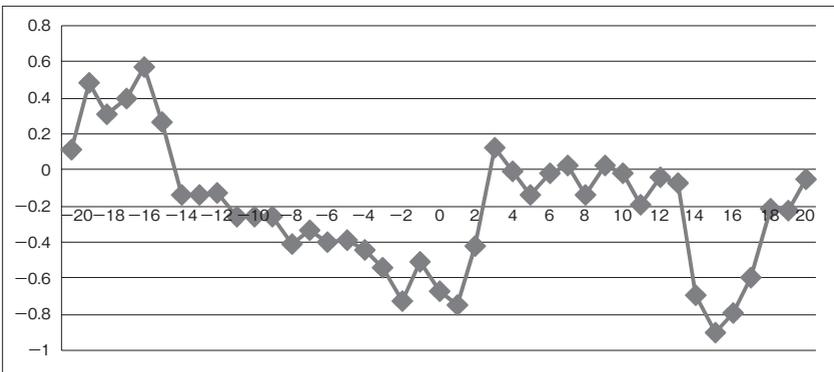
$$SCAR_i = SCAR_{i(t1, t2)} = \frac{CAR_{i(t1, t2)}}{\hat{\sigma}_i}$$

このようにして各銘柄毎に算出した $SCAR_i$ を単純平均すると次の式となる。なお次の式において N はサンプルとなった法人数であり、下級審一時所得判決において47社、下級審給与所得判決において50社、最高裁給与所得判決において62社となる。

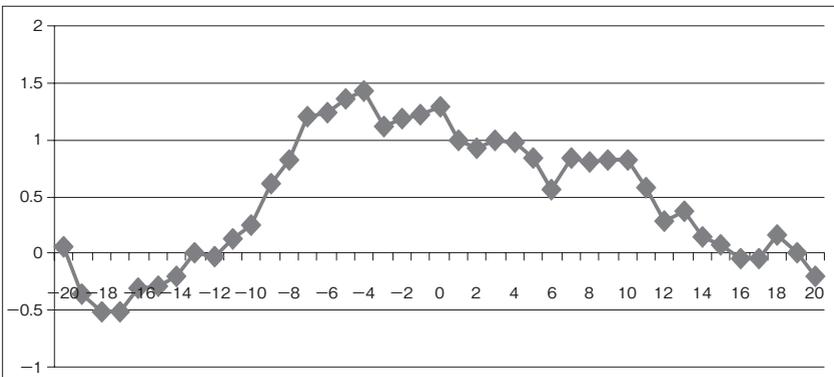
$$\overline{\text{SCAR}}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{SCAR}_i$$

そこでイベント日とした3つの判決日について、それぞれに前後20日のイベント・ウィンドウを設け、41日間における平均累積超過収益率の推移を示すと、(図2)～(図4)の通りとなった。なお、各図の横軸は営業日を示しているが、本稿において以下同様である。

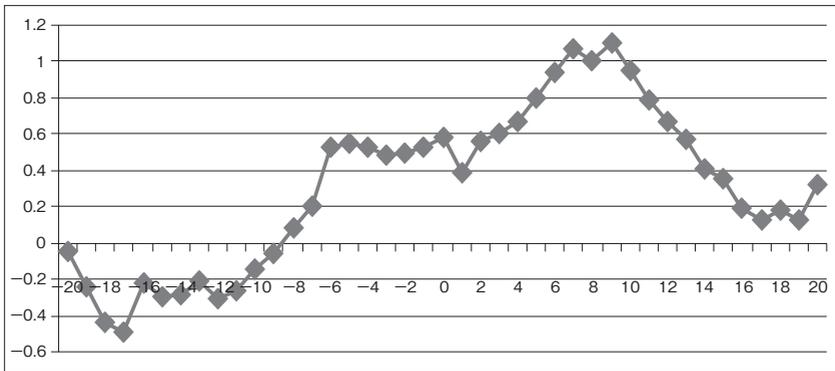
(図2) 下級審 一時所得判決日周辺における平均累積超過収益率の推移



(図3) 下級審 給与所得判決日周辺における平均累積超過収益率の推移



(図4) 最高裁 給与所得判決日周辺における平均累積超過収益率の推移



(図2)によれば下級審一時所得判決日後、平均累積超過収益率が上昇し、13営業日まではイベント・ウィンドウ内で相対的に高い水準を維持している。これは市場参加者が示した好意的な反応と考えて良さそうである。また逆に(図3)をみると下級審給与所得判決日3営業日前、同1営業日後、同6営業日後、同12営業日後で下降しており、イベント・ウィンドウ内の大半で市場参加者のネガティブな反応がみてとれる。最後に(図4)によれば、最高裁給与所得判決日の翌日に平均累積超過収益率が一時的に下降したが、直ちに同比率は持ち直している。このことから最高裁判決の影響は限定的であったと言えるであろう。

さて、これらの結果を総合すると、一時所得判決は課税要因によるインセンティブ効果を類推させる反応を観察したが、逆に給与所得判決では課税要因によるディスインセンティブ効果を類推させる反応を観察する結果となり、規則性が認められる。但し、最高裁判決の反応は下級審給与所得判決に比し弱い。そこで次節では、(図2)～(図4)によって示されたイベント日周辺の超過収益率が、統計的に有意な反応と断ずることが可能か否かについて、仮説H1～H3を厳密に検証することにしよう。

4-2 平均超過収益率の検定統計量 θ

Campbel *et.al.* [1997] の検定統計量 $J2$ や広瀬ほか [2005] の検定統計量 θ によれば、帰無仮説を「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」として検定している（広瀬ほか [2005, p.7.]）。

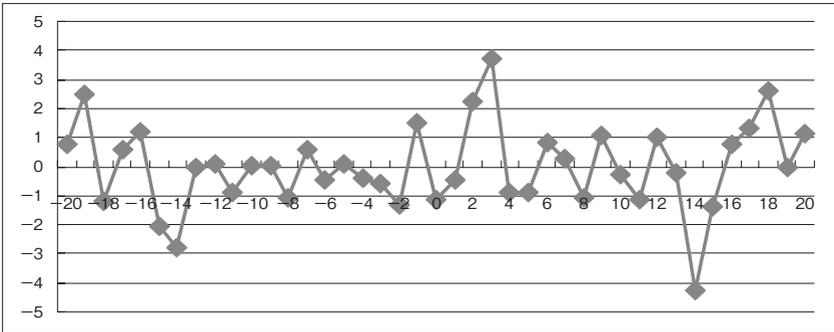
$$J2 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{SCAR}_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

また山崎・井上 [2005] において示される次の検定統計量 θ によれば、「各日の株式収益率が通常と異なると判断できるか検証する」ことができる（山崎・井上 [2005, p.13.]）。なお、 $J2$ と θ のいずれの検定統計量も漸近的に標準正規分布に従うことになる。

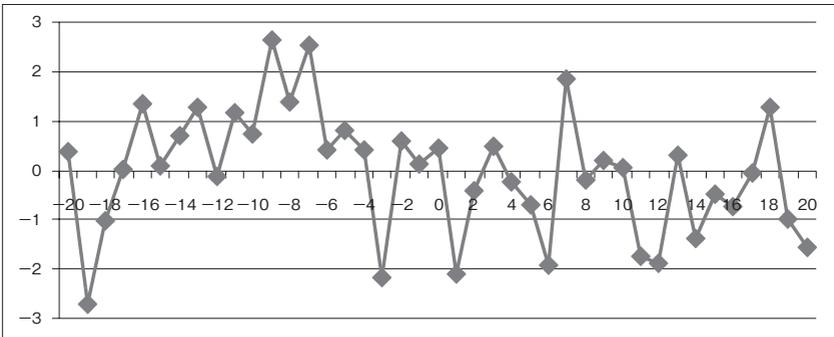
$$\theta = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{SAR}_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

2つの検定統計量のうち L はエステイメーション・ウィンドウの期間であり、本研究では $L=247$ 日としている。これら2つの検定統計量の違いは $J2$ が累積値によって異常値を検定するのに比し、 θ が各日における異常値を検定する点にある。本研究においては山崎・井上 [2005] による検定統計量 θ を算定し、検証する。理由は累積値を検定する方法は前述した CAR_i によっても可能であるためである。そこで本節ではイベントの株価への影響を観察した後、次節で CAR による検定を行うこととする。さて、前節同様に3つの訴訟判決日をイベント日とした3つのイベント・ウィンドウ内の平均超過収益率について、検定統計量 θ を示すと（図5）～（図7）の通りとなった。

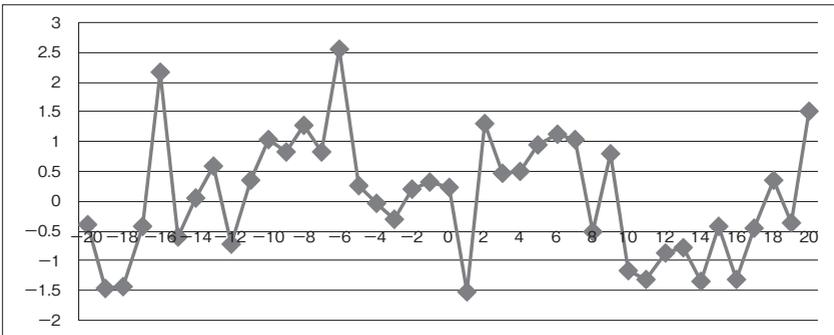
(図5) 下級審 一時所得判決日周辺における平均超過収益率の検定統計量 θ の推移



(図6) 下級審 給与所得判決日周辺における平均超過収益率の検定統計量 θ の推移



(図7) 最高裁 給与所得判決日周辺における平均超過収益率の検定統計量 θ の推移



(図5) によれば、一時所得判決日後2～3営業日において正の超過収

益率を示し、課税要因によるインセンティブ効果が現れているものと思われる。また（図6）によれば、給与所得判決によって引き起こされたディスインセンティブ効果は、イベント日3営業日前と同1営業日後、同6営業日後に、負の超過収益率として示されている。最後に（図7）は、給与所得判決によって引き起こされたディスインセンティブ効果を示したという意味では（図6）と同様で規則性が認められるが、最高裁判決による負の超過収益率は下級審判決によるそれに比し、相対的に弱く反応したに過ぎない。

（表2）3つの判決日周辺における資本市場の反応

	下級審			最高裁		
	一時所得判決		給与所得判決		給与所得判決	
-20	0.793121034		0.4123546		-0.400966013	
-19	2.472554563	**	-3.032474653	***	-1.472634323	
-18	-1.172153808		-1.132291414		-1.44109627	
-17	0.577951626		0.024559068		-0.425425832	
-16	1.199852767		1.516646938		2.152060256	**
-15	-2.052037415	**	0.100929316		-0.589320593	
-14	-2.77965592	***	0.791784205		0.050644838	
-13	-0.012176203		1.427261104		0.600350539	
-12	0.095968658		-0.14418505		-0.70761487	
-11	-0.893158374		1.295340176		0.337725249	
-10	0.028199517		0.825841137		1.038077433	
-9	0.003118665		2.945918666	***	0.814858879	
-8	-1.093126187		1.528607347		1.273233843	
-7	0.559488692		2.824227626	***	0.832357085	
-6	-0.490565442		0.478307764		2.546297272	**
-5	0.076498751		0.906372471		0.251783722	

-4	-0.370454061		0.459239053		-0.042237417	
-3	-0.608568457		-2.412015097	**	-0.302183202	
-2	-1.30535645		0.646535138		0.190873346	
-1	1.506093817		0.158946397		0.307758814	
0	-1.137643503		0.516657903		0.236019921	
1	-0.47800869		-2.347926198	**	-1.532933239	
2	2.22087613	**	-0.478119463		1.3131683	
3	3.684408903	***	0.555187547		0.478354401	
4	-0.872028084		-0.271350816		0.485272131	
5	-0.917023614		-0.776757942		0.960849126	
6	0.816262588		-2.152657075	**	1.118964346	
7	0.284596289		2.071010047	**	1.041529285	
8	-1.059919182		-0.203763034		-0.501589993	
9	1.065833965		0.22414706		0.795862069	
10	-0.288929265		0.056715809		-1.170064382	
11	-1.164034353		-1.93511086	*	-1.31257324	
12	1.001731236		-2.115060402	**	-0.854254094	
13	-0.19220867		0.356808863		-0.7648936	
14	-4.234092037	***	-1.555475725		-1.341904057	
15	-1.407195915		-0.521808617		-0.429258338	
16	0.748475854		-0.837028614		-1.306520626	
17	1.29735414		-0.068067516		-0.462378497	
18	2.594766372	***	1.422147811		0.34543764	
19	-0.032528427		-1.087190131		-0.358005935	
20	1.149321734		-1.750569942	*	1.50887569	

有意水準は*で10%、**で5%、***で1%としている

したがってこれらのことを総合すると、市場参加者は判示される権利行使益の所得分類に注目しており、その分類如何によって、同行使者に与え

られる課税要因によるインセンティブ／ディスインセンティブ効果を認識していたといえ、H1とH2が検証された。但し、最高裁判決については下級審判決を支持する内容であったためにサプライズに欠け、弱い反応しか示さなかったと思われることから、H3も検証された。

そこで、このような解釈を強固に裏付けするために、3つの判決日周辺（＝イベント・ウィンドウ内41営業日の間）における検定統計量 θ を、標準正規分布表から10%・5%・1%の有意水準で示し、(表2)とした。この作業によって、再度仮説H1～H3の検証を試みる。

(表2)より、下級審一時所得判決並びに下級審給与所得判決に関して、それぞれイベント日を挟んで前後6営業日の間に、前者はポジティブな反応を、後者はネガティブな反応を5%～1%の有意水準で示している。このことから市場参加者は、ストック・オプション訴訟による役員等のストック・オプション権利行使者に対する課税のあり方次第で、法人の企業価値に影響が出るとみていたことが明らかとなった。つまり、仮説「H1：株価が下降しない状況下で一時所得判決が出されれば、市場参加者はポジティブに反応する。」と「H2：株価が下降しない状況下で給与所得判決が出されれば、市場参加者はネガティブに反応する。」が、実証的に検証されたことになる。また最高裁判決では(表2)において明らかのように、イベント日翌日に弱いネガティブな反応を示したものの統計的に有意な反応とはいえ、「H3：下級審判決を支持する最高裁判決が出された場合、市場参加者の反応は鈍くなる。」との仮説も、実証的に検証されたことになる。

4-3 CARによる判決情報のタイミングと大きさについての検証

前節の(表2)によって、市場参加者のポジティブまたはネガティブな反応がイベント・ウィンドウ内のいかなる時点において現れたのかを明らかにした。そこで本節では、次に掲げる(表3)～(表5)を参照しながら

ら、有意な反応を示すタイミングとそれに要した日数を明らかにする。この分析方法は先行研究であるChauvin and Shenoy [2001, p.66.] などにおいても試みられているが、例えば(表3)において示されるCAR(-20,0)は、サンプル法人47社のイベント日前20日からイベント日までの21日間のCARを計算し、47社平均値として-0.017が算出されることを意味する²⁰⁾。

(表3) 下級審一時所得判決日周辺のCAR

一時所得下級審		t-statistics	有意水準
CAR (-20,0)	-0.017	1.5199	*
CAR (-10,0)	-0.004	0.4811	
CAR (-5,0)	-0.005	0.6290	
CAR (-1,0)	0.005	0.8833	
CAR (-1,1)	0.003	0.5666	
CAR (1,5)	0.021	2.6410	***
CAR (1,10)	0.024	2.5021	***
CAR (1,20)	0.026	1.3949	*

(表3)によれば下級審一時所得判決では、判決日前のCARは有意な値を示していない(CAR(-20,0)は除く)。しかし判決日以降、1日後から5日後、及び1日後から10日後までのCARは、それぞれ0.021、及び0.024と、1%水準でプラスに有意である。したがって(図5)及び(表2)の結果から明らかになったストック・オプションのインセンティブ効果はCARによっても捉えられた。つまり、一時所得判決日以降、強いインセンティブ効果を市場参加者が認識した期間は10日後までである。今回の場合、インセンティブ効果を市場参加者が認識するのは、判決公表後翌日からであり、その効果を慎重に見極めながら徐々に株価に反映されたと考えられる。以上より、一時所得判決は役員等にインセンティブ効果をも

たらずという仮説H1を、当該分析結果は有意に支持する。

(表4) 下級審 給与所得判決日周辺のCAR

給与所得下級審		t-statistics	有意水準
CAR (-20,0)	0.025	2.178	**
CAR (-10,0)	0.026	2.534	***
CAR (-5,0)	-0.003	-0.498	
CAR (-1,0)	0.001	0.399	
CAR (-1,1)	-0.006	-1.706	**
CAR (1,5)	-0.011	-2.262	**
CAR (1,10)	-0.010	-1.178	
CAR (1,20)	-0.031	-2.962	***

同様に、(表4)においては、給与所得判決のディスインセンティブ効果を検証した。(表3)の結果と異なり、判決日前後で結果に明確な違いが示された。判決日の20日前及び10日前から超過収益率を累積させると、プラスに有意な結果となったが、判決日以降は一変している。給与所得判決1日前から1日後まで超過収益率を累積させると、0.6%のマイナスの超過収益率を、1日後から5日後までを累積させると1.1%のマイナスの超過収益率を認識する。前節と同様、市場参加者は役員等のストック・オプション行使者に対する課税のあり方次第で、法人の企業価値に影響が出るとみていたことが明らかとなった。この結果は、給与所得判決は役員等に対してディスインセンティブ効果を与えるという仮説H2を有意に支持している。

(表5) 最高裁 給与所得判決日周辺のCAR

給与所得最高裁		t-statistics	有意水準
CAR (-20,0)	0.017	1.439	*
CAR (-10,0)	0.023	2.792	***
CAR (-5,0)	0.005	0.768	
CAR (-1,0)	0.002	0.353	
CAR (-1,1)	-0.004	-0.599	
CAR (1,5)	0.002	0.353	
CAR (1,10)	0.002	0.336	
CAR (1,20)	-0.017	-1.778	**

最後に最高裁判決日周辺のCARを検証する。(表5)によると、判決日の10日前から判決日までのCARは1%水準で有意にプラスだった。一方で、最高裁判決日周辺のCARは全体としての有意水準は低く、市場参加者は判決結果をある程度予想していたと推測される。以上の本節における検証結果から、前節までの分析結果と一貫することが明らかとなり、その意味からすると本研究の頑健性(robustness)は十分に高いといえる。

5 分析結果の解釈と残された課題

5-1 下級審判決による資本市場の反応

ストック・オプション制度に関するこれまでの実証研究では、Yermack [1997] やAboody and Kasznik [2000]、Chauvin and Shenoy [2001] によって、ストック・オプション制度の導入や権利行使が、法人の企業価値に影響を及ぼすと指摘していることは本稿冒頭においてふれた。仮にこれらの研究成果が巨視的観点によるとすれば、本研究の分析視角はストック・オプション権利行使者に対する課税のあり方が法人の企業

価値に影響を与えるのかという、微視的観点から市場参加者の反応を検出することに注力した点に特色がある。

また本稿冒頭においてとりあげた職務発明訴訟では、和解によって研究開発系法人の企業価値が増加したと山崎・井上〔2005〕は指摘したが、当該訴訟では相当の対価の支払いによって法人にキャッシュ・アウト・フローが発生する。しかしながらストック・オプション訴訟では、法人にキャッシュ・アウト・フローを発生させない。この違いに注目してもストック・オプション訴訟の資本市場に与える影響は限定的と思われた。

しかしながら本研究成果は（表2）が示すとおり、下級審一時所得判決で有意にポジティブな反応を、逆に下級審給与所得判決で有意にネガティブな反応を確認している。ここで検討しなければならないのは、なぜ市場参加者の興味が最高裁よりも下級審のストック・オプション訴訟に惹きつけられたのか、である。

下級審判決において反応が強かったことの本稿なりの解釈を示すと次の通りとなる。つまり、3-2で仮説としてとりあげたH1とH2で予想した「課税要因によるインセンティブ／ディスインセンティブ効果」が現れたと考えられる。その仮説を今一度振り返ってみると、株価上昇局面において一時所得判決が出た場合に、ストック・オプション制度によるそもそものインセンティブ効果に加え、権利行使益が軽課されるという「課税要因のインセンティブ効果」を市場参加者が認識し、ポジティブに反応するという予想であった。また逆に株価上昇局面において給与所得判決が出た場合に、権利行使益が重課されるという「課税要因のディスインセンティブ効果」が加味されるため、ストック・オプション制度によるそもそものインセンティブ効果を減殺し、その状態に対して市場参加者がネガティブに反応するという予想であった。下級審のストック・オプション訴訟判決に対する比較的強い関心は、これら2つの仮説によって説明が可能である。このように本研究における実証分析では、本稿3-2において定立し

た2つの仮説（H1とH2）の妥当性を明らかにした。

また本稿2-4で海外の先行研究をサーベイした際、ストック・オプション制度は、資本市場参加者にとってインセンティブ・デバイスとして関心が強いという数々の所見を示している。これらの先行研究から明らかなのは、ストック・オプションの付与及び行使について、市場参加者はきわめて興味深く観察しており、経営者の行動に注目しているということである。本研究によればそれらの所見と整合するように、わが国資本市場の参加者はさらに踏み込んで、経営者らのストック・オプション課税に対しても強い関心を示すことが明らかにされた。

結果として資本市場参加者についても、総じて証券税制とか投資減税などと言われるような市場参加者自身に対する課税云々というニュース・リリースではなく、ストック・オプション権利行使者に対してなされる課税のあり方に対してさえも、市場参加者は規則的に反応するという結果を導出したことに対し、分析を行った筆者らは素直な驚きを隠せない。

5-2 最高裁判決による資本市場の反応

ストック・オプション制度に関して言えば、エンロン社の経営陣が大量のストック・オプションを保有して業績を高めるために、粉飾経理を駆使して利益の水増しを行っており、かかる粉飾決算が原因となって、2001年に同社は破綻している。わが国ではエンロン破綻の翌年からストック・オプション訴訟が開始し、破綻後3年目にして初のわが国高裁判決が、同じく破綻後4年目にして初の最高裁判決が出されている。同制度に対する市場参加者の関心が風化しかけていた頃に最高裁判決が出されたものの、後掲する通り、新聞各紙の報道は最高裁のストック・オプション訴訟を大きく採りあげており、ストック・オプション制度と権利行使益への課税に対する興味を掘り起こしたと思われる。したがってストック・オプション訴訟の最高裁判決に対し、市場の関心は高いと予想されたが、分析結果は、

市場参加者の関心の強さを検出していない。そこで以下において、この疑問について本稿なりの解釈を示すことにする。

最高裁判決に対する反応が弱かったという結果に対し、山崎・井上〔2005〕が指摘したように、本研究においても控訴審判決や他の給与所得と判示した下級審判決を支持したためにサプライズに欠け、弱い反応しか示さなかったと結論づけたが、そのような推測を補強する新聞報道があるので次に掲げてみる。

ストックオプション利益、給与扱い確定へ 最高裁25日判決

企業が社員などに与える自社株購入権（ストックオプション）を使って得た利益は「給与所得」か、より税額が少ない「一時所得」かが争われた訴訟で、最高裁第三小法廷（藤田宙靖裁判長）は18日、上告審の判決を今月25日に言い渡すことを決め、関係者に通知した。当事者の主張を聴く口頭弁論が開かれていないことから、「給与所得」として課税した国税当局の処分を適法とした二審・東京高裁判決の結論が維持され、確定する可能性が高い。（以下省略）

朝日新聞2005.01.19.朝刊

上記の新聞報道によれば、最高裁で給与所得判決を判示した同第三小法廷は、判決日に先立つ7日前に口頭弁論を開かないことを明らかにしたが、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控訴審判決を支持する判決（給与所得判決）が示されるであろう事を知り得ていたことになる。（図7）では最高裁第三小法廷 平成16（行ヒ）141号の判決日周辺における平均超過収益率の検定統計量 θ を示したが、それによるとイベント日前6営業日（平成17年1月17日）の高い θ に比し、その翌日となるイベント日前5営業日（平成17年1月18日）の θ は低く示されている。つまり、口頭弁論不開催を通知した日＝給与所得判決が事実上決定した日＝イベント日前5営業日＝イベント日前7日（平成17年1月18

日)の反応が、資本市場において現れているということになる。このように最高裁給与と所得判決日において存外にも反応が弱かった理由については、さらに次の2つの新聞報道によって示されるであろう。つまり最高裁判決当時、実際の実務では権利行使益を給与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ストック・オプションが検討され、移行への準備が完了しつつあったのであろう。

「人件費計上」流れ加速 ストックオプション判決（時時刻刻）

企業の負担が軽く、役員や従業員には巨額報酬を与えられる「魔法のつえ」、自社株購入権（ストックオプション）の付与が大きな曲がり角を迎えた。すでに株式上場企業の3分の1に利用が広がる報酬の一手法だが、25日の最高裁判決は受ける側の課税上の利点を完全否定。（中略）判決は、与えたストックオプションを役員や社員の給与所得と認定。ただ、日本企業には、日産自動車やソフトバンクがすでにそうした扱いを始めていることなどから、冷静な受け止め方が多い。（以下省略）

朝日新聞2005.01.26.朝刊2 総合

ストックオプション訴訟：最高裁判決 使い勝手悪くなる—企業側、税の壁生まれ

ストックオプション（自社株購入権）訴訟の最高裁判断が示されたことで、企業側は今後、一時所得課税に比べて税率の高い給与と所得課税を前提に、ストックオプションを活用しなくならなくなった。

（中略）市場関係者は「優遇措置の条件を満たさないストックオプションは税の壁に阻まれて使いづらくなるが、優遇措置を受けるケースは多く、判決の影響はそれほど大きくないとみられる」（大手証券）と冷静に見ている。

毎日新聞 2005.01.26 東京朝刊

このように最高裁判決に対して、同判決日周辺で、経済界や市場参加者

は、既に税制適格ストックオプション制度の存在と運用を理解していたと考えられる。その一方で、例えば年間行使限度額が1,200万円を超えるような税制非適格となる大型ストック・オプションの行使が最高裁判決を境に減ったと考えられるが、このことで当該最高裁判決以降、法人役員や従業員に与えるインセンティブをいかなる程度減殺させたのかについてのより詳細な分析は、今後も引き続き検討して行くべき残された課題となるであろう。

【後 記】

本論文は櫻田が受けた平成21年度 科学研究費若手研究(B)「日米中小法人の役員給与支給におけるモラルハザードの発生と防止に関する研究」(課題番号19730297)並びに平成22年度 財団法人 石井記念証券研究振興財団の助成金と、大沼が受けた平成22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)の助成金による研究成果の一部である。

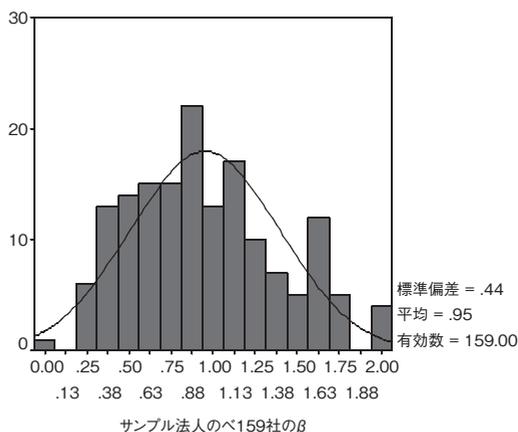
【脚 注】

- 1) 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])。
- 2) 例えば、企業価値に直接的に訴えるイベントとして株式消却が挙げられる。株式消却のニュース・リリースが資本市場に与えた影響については広瀬ほか [2005] に詳しい。この分析結果によれば、商法第212条による株式消却や特例法による株式消却を行うというニュース・リリース後、著しい平均累積超過収益率の向上が観察されている。これに比べて本研究がイベントとしてとりあげたストック・オプション訴訟では、権利行使者である従業員や役員の納税額の多寡に対して市場参加者がいかなる程度の興味関心を有するかを明らかにする。
- 3) 下記判例検索システムにおいて検索語として「ストック・オプション」or「ストックオプション」を用いて41事例を取り上げ、うち所得分類をめぐる23の係争事例をとりあげた。 http://www.courts.go.jp/search/jhsp0010?action_id=first&hanreiSrchKbn=01
- 4) 例えば平成12(行ウ)309号判決では米国インテル社のわが国子会社従業員が原告・控訴人となっている。以下同様に、横浜地裁平成13(行ウ)54号判決ではマイクロソフト社

- の、東京地裁平成14年（行ウ）214号判決ではIBM社の、東京地裁平成15（行ウ）357号判決ではベリサイン社の、東京高裁平成16（行コ）79号判決ではコンパック・コンピュータ社の、大阪高裁平成16（行コ）121号判決ではアプライド・マテリアル社のそれぞれわが国子会社従業員が原告・控訴人であり、親会社は全て米国法人である。
- 5) 当該判決は、例えば本文（表1）の平成16（行コ）121、平成17（行ヒ）20、平成18（行ヒ）295に影響を与えており、判決書本文において引用されている。
 - 6) 最高裁第三小法廷 平成17（行ヒ）20号 判決書 2／(4)
 - 7) なお参考までにストック・オプション権利行使益を一時所得として判示した東京地裁民事第3部（平成13（行ウ）197号判決）や同民事第2部（平成12（行ウ）309号判決等）の判決理由について一高教授は、ストック・オプション権利行使益が「給与所得であるためには、労働の質・量と給与との間に何らかの相関関係が必要と言われ、外国親会社の付与するSO行使益はかかる相関関係が希薄で偶発的であるから給与所得とはいえず、偶発的な資産性所得であり、一時所得とされる」として対価の不確定性を指摘した点で両判決は共通した性格が認められると指摘している（一高 [2004, p.103]）。
 - 8) 米国親会社と子会社役員との間の雇用契約が認められないとして、ストック・オプション権利行使益の給与所得性を否定し、一時所得とする見解については、大淵 [2004a/b] に詳しい。また本研究においてイベント・スタディの分析対象とした東京地裁民事第2部平成12（行ウ）309号判決等は権利行使益を一時所得と判示しているが、当該判決では米国親会社とわが国子会社従業員等の間の雇用契約の有無と権利行使益の給与所得性について次のように解説している。それによると「権利行使益は、雇用契約又はこれに類する原因に基づき使用者の指揮命令に服して提供した労務の対価として使用者から受ける給付にあたるとは認められない」とし（判決書 第3 争点に対する判断／2／(2)／エ）、給与所得概念の狭義説を採用している。
 - 9) 本研究においてイベント・スタディの分析対象とした横浜地裁第1民事部 平成13（行ウ）54号判決等は、権利行使益を給与所得と判示している。当該判決では給与所得概念を広義説に基づき、一般に経済的利益が給与所得に区分されるためには「労務の質ないし量と定量的な相関関係を必要とすべき合理的理由がない」として、権利行使益を給与所得と判示している（判決書 第7当裁判所の判断／1／(3)／ウ／(ウ)／d）。
 - 10) 同様に一高教授によれば、労働の質や量と給与所得の一部として支給される通勤費との間に相関が認められないが、それを理由に通勤費が給与所得に該当しない訳ではないと指摘している（一高 [2004, p.103]）。
 - 11) 自己の危険と計算によらない経済的利益が給与所得概念を構成する重要な要素であるとの解釈については次の通りである。つまり、「裁判例において給与所得か否かの判断基準とされているのは、(中略)ある金銭の支払いが従属的、非独立的になされる労務提供の対価にあたる場合に給与所得とされる」とあるように、「給与所得に本質的であるのは非独立性、つまり、通常『自己の危険と計算』によらないと表現されている基準」である（佐藤 [2004, p.24]）。
 - 12) 判決書 第7当裁判所の判断／1／(3)／ウ／(ウ)／b 参照。

- 13) なお、平成15年8月26日の一時所得判決 東京地裁 平成12（行ウ）309号の控訴審が平成16年2月19日の東京高裁 平成15（行コ）235号判決である。
- 14) 新聞各紙の報道によればストック・オプション行使益に対する給与所得判決の反響は決して小さいとは言えず、判決日翌日の紙面で例えば「外資系企業の経営者らを裁判にまで追い込んだのは、税務行政があいまいだったからである。この点に最高裁判決が触れなかったのは納得できない。（中略）唐突に課税基準を変えられては、国民は戸惑うし、ビジネスでの創意工夫の芽を摘むことにもなる。財政再建が急がれるからといって、取りやすいところから取るような姿勢では、納税者の信頼や協力は得られない。（中略）課税の『後出しじゃんけん』は許されない。（朝日新聞2005.01.28.朝刊3総合）」、「104件もの同種訴訟が起きた原因は法整備をしないまま課税基準を急に変えた国税当局の対応にあり「裁量課税」の限界を露呈したとも言える。（毎日新聞 2005.01.26.東京朝刊）」、「国税当局は勝訴したとはいえ、納税者の理解を得る努力を怠った点について、反省が求められるだろう。（読売新聞2005.01.26.東京朝刊）」と、給与所得判決に厳しい評価が付されている。
- 15) 租税訴訟判決日をイベント日とするイベント・スタディは、サンプル法人にとってイベント日が同一日になるので、クラスタリングの問題が発生する。その結果、判決が資本市場に与える影響を鮮明に捉えることが困難になる可能性を孕んでいるものの、クラスタリングを解消する方法として、Campbell, *et.al.* [1997] による二つの方法を説明しておく。一つは個々の証券についての超過収益率をイベント日毎に一つのポートフォリオに集計し、ポートフォリオ毎に分析を行うものである。いまひとつは、イベント日のデータを集計するのではなく、ダミー変数を用いて多変量回帰分析を行うものである。この方法についてはSchipper and Thompson [1983] に詳しい。

- 16) 本文中（図1）を参照することで、分析対象法人の株価推移が著しい下落傾向にはないことを簡便的に確認したことになる。しかしながら厳密にはイベント・ウィンドウのみならず、エスティメーション・ウィンドウにおけるサンプル法人全ての個々の株価推移が上昇傾向にあることを確認しておく必要がある。そこでサンプル法人のエスティメーション・ウィンドウ内の超



過収益率がTOPIXに対して正の相関を示すかどうか、つまり、サンプル法人の株価はエスティメーション・ウィンドウ内を通して上昇し続けたかどうかを、上に掲げる図によって明らかにした。

同図から全てのサンプル法人において係数 $\hat{\beta}_i$ が非負であるから、サンプル法人はエスティメーション・ウィンドウ内を通じて株価が上昇したと言える。このことから仮説H1とH2を検証する際に前提となるエスティメーション・ウィンドウ内での株価上昇という条件が確保された。また $\hat{\beta}_i$ について負の値をとるサンプルが存在しないのは、サンプル法人の条件としてエスティメーション・ウィンドウ内に一日たりとも日時データの欠損を認めた場合はサンプルから除外するというサンプリング方法に起因すると思われる。最後に、 $\hat{\beta}_i$ の分布を表した同図はサンプル法人のボラティリティを表すことにも注目されたい。

17) サンプル法人となった308社は次の通りである。

ホクト/昭栄/片倉工業/みらかホールディングス/TYK/エフピコ/日本トイザラス/ベリテ/ジャステック/アパマンショップホールディングス/ダイユーエイト/富士エレクトロニクス/アシードホールディングス/ガリバーインターナショナル/日立プラントテクノロジー/NEC/アドバンテスト/日立製作所/日本トリム/イビデン/コマツ/香川銀行/フコク/ダイキン工業/進学会/野村ホールディングス/トヨタ紡織/日本エス・エイチ・エル/アイビー化粧品/DTS/アロカ/クイック/OKI/アドヴァン/ウッドワン/アイネス/ダイソー/天昇電気工業/HOYA/第一商品/アイネット/鈴縫工業/日立電線/三菱自動車/三城ホールディングス/日立化成工業/高橋カーテンウォール工業/コロワイド/MrMax/スミダコーポレーション/ブイ・テクノロジー/イチケン/ユー・エス・エス/ニコン/ケーズホールディングス/ネットマークス/キョウデン/日本システムディベロップメント/ヤフー/アコム/ゼクス/東京精密/京都きもの友禅/トランスコスモス/オオバ/クレスコ/オービック/ビジネスコンサルタント/GMOインターネット/ベンチャー・リンク/CIJ/キングジム/雪国まいたけ/長瀬産業/ドン・キホーテ/三光マーケティングフーズ/ベルパーク/日本エアーテック/ワコム/メディアシーク/西部電機/TPR/NECエレクトロニクス/CSSホールディングス/篠崎屋/トップカルチャー/カワチ薬品/メディックグループ/フジオフードシステム/アークランドサカモト/旭硝子/富士精工/アンリツ/バックスグループ/ケル/プリヴェ ファンド グループ/スペースシャワーネットワーク/メルコホールディングス/SJI/ブルドックソース/シャクリー・グローバル・グループ/コニシ/メガチップス/日本インター/小野建/大和SMBCKapital/大和証券グループ本社/ジャパネット/サービスグループ/ピーシーデポコーポレーション/小野産業/富士火災海上保険/森精機製作所/堀田丸正/ジェイ・ブリッジ/フォトン/MAGねっとホールディングス/ニレコ/ケーユーホールディングス/岡本硝子/オンコセラピー・サイエンス/国際計測器/フジインコーポレーテッド/ニイタカ/シグマ光機/オプト/因幡電機産業/タカラトミー/スクウェア・エニックス・ホールディングス/イリソ電子工業/エンプラス/総合商研/明光ネットワークジャパン/インデックス・ホールディングス/パソナテック/イーピーエス/アマダ/日本エム・ディ・エム/ビーアイジーグループ/エリアリンク/USEN/アイ・ピー・エス/KG情報/明豊ファシリティワークス/シコー/東京デリカ/東海

観光／オメガプロジェクト・ホールディングス／チップワンストップ／チムニー／極楽湯／ナルミヤ・インターナショナル／UBS／ハイデイ日高／リンガーハット／TRN
 コーポレーション／クレオ／ティーガイア／妙徳／スパークス・グループ／トナミホールディングス／RHインシグノ／ウィルソン・ラーニング ワールドワイド／アオキス
 ーパー／日本航空電子工業／セブンシーズホールディングス／大村紙業／ヨシタケ／光波／京写／カブドットコム証券／東北新社／MCJ／フィールズ／アウトソーシング／
 リンク・ワン／ジェイ・エー・エー／鉦研工業／有沢製作所／永大化工／インテリックス／アイビーダイワ／キャリアバンク／A. Cホールディングス／アルファ・トレンド・
 ホールディングス／日本社宅サービス／エム・ピー・ホールディングス／ジャストシ
 テム／コモンウェルス・エンターテインメント／旭化学工業／マニー／ダイキサウンド
 ／ヒマラヤ／東陽テクニカ／省電舎／総合臨床ホールディングス／レカムホールディ
 ングス／アイ・エム・ジェイ／EMCOMホールディングス／フォーサイド・ドット・コ
 ム／デジタルガレージ／コージツ／ジェイ・エスコム ホールディングス／GMOペイ
 メントゲートウェイ／日本マイクロコーディング／アークコア／トーセイ／ディー・デー
 ー・エス／サイレックス・テクノロジー／ユニバーサルソリューションシステムズ／ピ
 スケーホールディングス／メディアグローバルリンクス／ジャストプランニング／日医
 工／ワイズテーブルコーポレーション／ランド／カルラ／日本エスコン／アイカ工業／
 丸一鋼管／ファンケル／日清紡ホールディングス／ガーラ／クリエアナブキ／サンフロ
 ンティア不動産／学習研究社／ミスミグループ本社／アルコニックス／バンダイナムコ
 ホールディングス／テクマトリックス／第一化成／だいがう証券ビジネス／ビーイング
 ／アビックス／シノケングループ／レイ／ソディックプラステック／アイケイ／日本通
 信／日本駐車場開発／マクロミル／ネットプライスドットコム／ティー・ワイ・オー／
 YAMATO／ソネット・エムスリー／アスクル／関門海／そーせいグループ／ウルシ
 ステムズ／トレンドマイクロ／BBH／フィスコ／アンジェス MG／ピーエイ／ウェ
 アハウス／ファンコミュニケーションズ／マルマエ／中外製薬／インボイス／コックス
 ／ソニー／パイブドビッツ／エルピータメモリ／タムラ製作所／高松機械工業／小林製
 薬／日本バルカー工業／ソフトフロント／アドテック／IHI／幸楽苑／アドウェイズ
 ／ケアネット／TFPコンサルティンググループ／TOTO／アイティメディア／アド
 バックス／ユニオンホールディングス／藍澤証券／富士テクニカ／トランコム／ステ
 ラ・グループ／プロジェ・ホールディングス／リミックスポイント／日本橋梁／ユニブ
 レス／飯田産業／日本和装ホールディングス／クレハ／三栄コーポレーション／うかい
 ／ユー・エム・シー・ジャパン／ひまわりホールディングス／ダイドーリミテッド／ル
 ーデン・ホールディングス／オーエー・システム・プラザ／カルチュア・コンビニエン
 ス・クラブ／三協フロンティア／アルク／アーバネットコーポレーション／SRAホール
 ディングス／デイトナ／モジュレ／マーチャント・バンカーズ／ウェッジホールディ
 ングス／武富士／テークスグループ／e-まちタウン／東京一番フーズ／AIG

- 18) 本研究においては推計期間を247日に設定しているが、これは1年分の営業日が概ね247日と考えるからであり、例えば参考までにBrown and Warner [1985] では、L=244とし

てエスティメーション・ウィンドウを設定している。

- 19) 本研究では推計期間のARを利用し、表計算ソフトウェアEXCEL2003の関数STDEVによって簡便的に算出し、 $\hat{\sigma}_t$ とした。同様に本稿において算出するSCAR_iについてもSTDEVによる簡便値を用いている。
- 20) 分析領域は異なるものの、国際財務報告基準（IFRS）採用に向けての報道や議会での発表をイベントに設定して、その日時毎にヨーロッパ法人の超過収益率を分析したものに、Armstrong, *et.al.* (2009) がある。彼らはヨーロッパにおけるIFRS採用と関係する16の事象についてのイベント・スタディを行っている。EU市場においてIFRSが採用されるというのは、会計基準のコンバージェンスという側面からは重要な一歩であると同時に、様々な異論を生んでいるのも事実である。そこで彼らは、IFRS採用に向けて特徴的な16のイベントごとに、CARを算出し、この市場の反応について影響を与えた要素を分析した。分析の結果、IFRSを採用する以前から質の低い会計情報しか提供出来なかった法人については、プラスの反応が見られた。またIFRS採用以前から質の高い会計情報を公表していた法人ほどよりプラスの反応が見られた。一方で、大陸法系の国家にある法人ほど、概してIFRS採用の情報はCARに対してマイナスの反応を示していた。

【参考文献】

- Aboddy, 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.
- Aboddy, D., M. Barth, and R. Kasznik. 2004. Firms' Voluntary Recognition of Stock-Based Compensation Expense, *Journal of Accounting Research*, 42(3): 123-150
- Armstrong, C., Barth, M., Jagolinzer, A. D. and E. Riedl. 2010. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review*. 85(1): 31-61
- Brown, S. J. and J. B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- 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)
- Chauvin, K. W. and C. Shenoy. 2001. Stock price decreases prior to executive stock option grants, *Journal of Corporate Finance*, 7(1): 53-76.
- 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.

- 広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠.2005.「企業内キャッシュフローと企業価値」特定領域研究『制度の実証分析』ディスカッションペーパーNo.56
- 一高龍司.2004.「ストック・オプション判決について ―資産の譲渡の対価としての性質の検討を中心に―」『租税研究』: 101-107.
- 金子宏.2007.『租税法 第十二版』弘文堂
- Lie, E., 2005. On the timing of CEO stock option awards. *Management Science*, 51(5), 802-812.
- 大淵博義.2005a.「親会社株式によるストック・オプションの権利行使益を給与所得とした最高裁判決の波紋（上）」『税経通信』4月号: 17-32.
- 大淵博義.2005b.「親会社株式によるストック・オプションの権利行使益を給与所得とした最高裁判決の波紋（下）」『税経通信』5月号: 17-35.
- Prather, L. J., Chu, T., and P. Bayes. 2009. Market Reaction to Announcements to Expense Options, *Journal of Econometric Finance*, 33: 223-245
- 佐藤英明.2004.「『給与』課税をめぐるいくつかの問題点」『税務事例研究』Vol.79: 21-40.
- Schipper, K. and R. Thompson. 1983. The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. *Journal of Accounting Research*, 21(1): 184-221
- 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.