

ストック・オプションと会計政策

加 賀 谷 哲 之

1 スtock・オプションの功罪

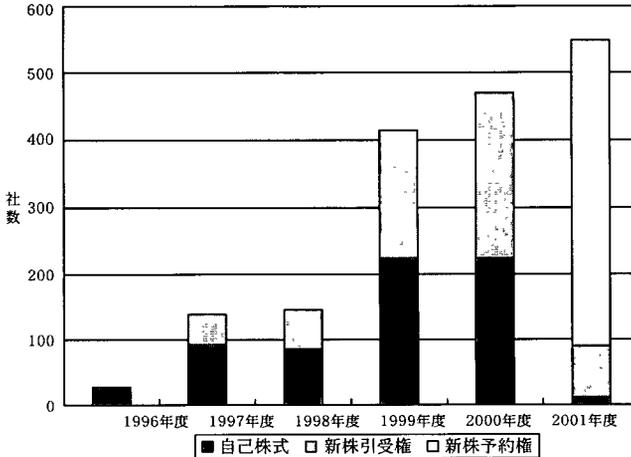
日本においてストック・オプションに対する関心が近年、にわかに高まりつつある。その背景には、以下の3つの要因が大きく影響しているものと考えられる。

第一は、日本におけるストック・オプション制度の整備である。日本では1995年11月に特定新規事業実施円滑臨時法が制定され、特に中小企業ないしはベンチャー企業についてはストック・オプション制度の導入が認められた。さらに1997年5月商法改正により、97年6月から自己株式方式によるストック・オプション、97年10月より新株引受権方式のストック・オプションがすべての企業に認められるようになっていた。

しかし、これらは必ずしも企業側にとって使い勝手のよい内容ではなかった。付与対象者、付与方法などの側面で制限が多かったためである。このため2001年11月商法改正で認められた新株予約権方式のストック・オプションはそうした制限の多くが撤廃された内容となっている。これに伴い、ストック・オプションの導入企業が急速に増加しつつある（図表1）。

第二は、企業価値に対する関心の高まりがあげられる。日本では1990年代後半に実施された会計制度の改革（たとえば金融商品の時価評価、退

図表1 ストックオプション導入会社の年度別推移



(出所) 大和総研SMBホームページ
<http://www.daiwa.co.jp/daiwasmbc/Stockoption/index-s.html>

職年金給付会計の導入など)を契機として、株式持合いの解消が進展している。これに伴い、外国人投資家の持株比率が増大し、TOBや敵対的買収の脅威などがかつてと比べて飛躍的に上昇した。外国人投資家は企業価値創造の観点から企業を選別する。またTOBや敵対的買収の最善の予防策は、企業価値を増大させることである。このためかつてと比べると、経営者の企業価値に対する関心が大幅に高まりつつある。そして企業価値創造の手段の一つとしてストック・オプションの戦略的活用が重視され始めている。

第三は、米国における会計不信との関連で、ストック・オプションそのもののあり方が問い込まれている点が指摘できるだろう。エンロン、ワールドコム経営破たんを契機に、経営者による会計数値の制御ないしは利益マネジメント(earnings management)の問題がクローズアップされつつある。特にストック・オプションに代表されるような経営者の高額報

酬がそうした会計政策を誘引しているとの批判が強まっている。そこで経営者の高額報酬の中核であったストック・オプションへの関心が高まりつつある。

ストック・オプションはオプションを付与される経営者や従業員の意識を、株主価値に向けさせ、その行動をより株主志向、投資家志向にする上で有用な経営者報酬制度として知られている。しかし一方で、アメリカでは、ストック・オプションの導入が利益マネジメントなどの経営者による機会主義的行動を誘引するなど、ストック・オプションが経営者と株主・投資家間の利害の対立を先鋭化させていると見られることも少なくない。

今後、日本でもストック・オプションの導入が増加することが期待される。では、日本企業はストック・オプションをどのように導入していくべきか。本稿では、日本企業によるストック・オプションの導入が経営者の経営行動にどのような影響を与えるかを実証的に検証していきたい。第2節では米国におけるストック・オプション制度の実態について先行研究のレビューなどを通じて明らかにする。第3節では特にストック・オプション制度の導入が企業の会計・開示行動に与える影響を明らかにした上で、本稿の仮説を提示する。第4節ではリサーチデザインを提示し、第5節ではリサーチデザインに基づきストック・オプション制度導入企業による会計政策の実態を検証する。第6節では経営者の裁量的な会計行動が株式市場での評価にどのような影響を与えているかを検証し、第7節では本稿のまとめを提示する。

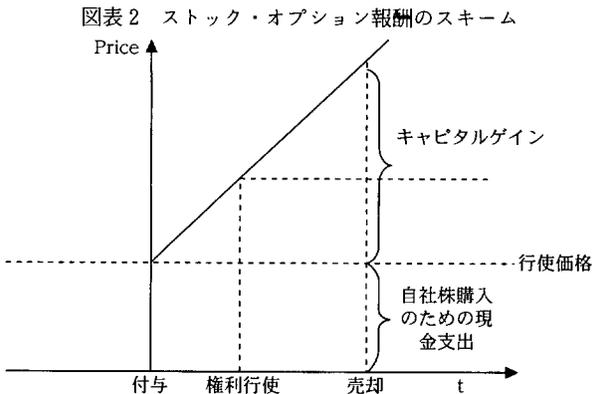
2 ストック・オプションの理論と実践

(1) ストック・オプションのスキーム

ストック・オプションは、自社の株式を一定の価格で購入する権利である。権利行使が認められる時期に、株価が行使価格を上回っている場合には、オプション保有者は行使価格分の現金を企業に払い込み、その対価として株式を受け取ることができる。当該株式を証券市場で売却することにより、オプション保有者は「株式売却価額－行使価格」分の報酬を受け取ることができる（税金の影響を除く）。図表2にはその概念図を示している。

オプションを付与するにあたっては、普通総会決議で付与日、権利行使価格、行使期間、付与対象者などを決定する必要がある。

このほか、ストック・オプションと類似した報酬スキームとして、SAR (Stock Appreciation Rights)、ファントム・ストック、パフォーマンス・シェア、パフォーマンス・ユニットなどがあげられる。SARは



ある一定期間で、事前の設定価格以上に株価が上昇した場合に、当該金額分の現金を報酬として受け取る権利である。ファントム・ストックは架空の株式を経営者や従業員に仮に付与した上で、ある一定期間に株価が事前の設定価格より上回っている場合には、当該差額分を現金ないしは株式で経営者や従業員に付与する。SARやファントム・ストックでは、多くの場合実際に株式の取引を伴わないことから、現金決済型の株式報酬制度と呼ばれることもある。

(2) スtock・オプション 報酬制度としての特徴

ストック・オプションは、株価の増減にあわせて、報酬金額を決定づける報酬制度である。会計数値や非財務指標などの達成度をベースにした報酬制度と比較した場合に、以下の4つの特徴があると考えられる。

第一の特徴は、企業価値、株主価値との関連性が高いということがあげられる。株価をベースに報酬金額を決定することから、企業価値創造に関連するさまざまな活動が株価に織り込まれる場合には、そうした活動に対する経営者の意識をより鮮明にさせることが可能となる。

第二の特徴は、業績報酬制度として Noise が入る可能性が高い点である。株価は、企業価値に直接関連する経営者の行動ばかりではなく、為替レートの変動や公定歩合などマクロ要因で変動することも少なくない。また経営者による裁量的な会計行動で株価が変動することも知られている。直接的に企業価値とは関連しない要因で株価が変動することが多くなると、むしろ企業経営者ないしは従業員に、適切な誘因とならない可能性がある。実際に、2000年以降になって、業績は改善していないにもかかわらず、高額報酬を受け取る経営トップが少なくないことへの批判が多く集まるようになってきているのも、ストック・オプションがこうした Noise の入る報酬制度であることと無縁ではない。

第三の特徴は、ストック・オプションなど株式決済型の報酬費用の多くは財務諸表に未計上である点を指摘できる。アメリカではすでに1972年にAPB意見書25号「従業員に発行した株式の会計処理」に公表し、本源的価値法でストック・オプション費用を財務諸表に計上するよう求めていたものの、実際に米国企業が費用を計上することはなかった。米国企業の多くは“at the money”の状況でオプションを付与するため、付与時の株式時価と行使価格の差額を費用計上する本源的価値法では費用計上する必要がなかったためである。

1995年に公表されたFAS123号では、公正価値法によりストック・オプション費用を測定し、それを財務諸表に計上することを原則としている。ただ一方で補足開示にて公正価値法による費用額を反映したEPSを開示すれば、財務諸表本体に費用計上せずすむ本源的価値法の採用も認めた。こうして多くの企業が代替的処理である本源的価値法を採用した結果、財務諸表本体には当該報酬費用が開示されないにもかかわらず、経営者が高額報酬を与えられる状況が長く続いた。

第四の特徴として、報酬支払い時に必ずしも企業がその報酬支払額を現金負担する必要がないことを指摘できよう。ストック・オプション付与者は、企業から一定の条件のもとで権利を行使した場合にのみ株式の付与を受けて株式を受け取り、それを株式市場で売却することにより、はじめて報酬を受け取ることができる。株式市場で適当な価格での買い手が見つからない場合には報酬をうけとることができない。つまり企業が直接報酬を支払うというよりも、むしろ行使価格よりも高い価格で株式を購入しようとするものが、経営者や従業員に報酬を支払う構造となっている（たとえば伊丹（2000）参照）。

こうした4つの特徴から、ストック・オプションの導入は、経営者や従業員を企業価値に向けさせる効果を期待できる（特徴1）一方で、経営者

がその発行に際してコストを感じにくく（特徴3・4）、場合によっては経営者が自らの効用の最大化のために、投資家や株主の利益を犠牲にした行動を比較的とりやすい。つまり経営者の機会主義的な行動を促進させる可能性があることが推測できる。

では実際に企業経営者は、株主、投資家の観点を重視して行動し、企業価値最大化を目指しているのだろうか、それとも経営者が報酬など自らの効用最大化を目指しているのだろうか。以下では、ストック・オプション制度について、他国制度より長い歴史と豊富な経験を持つ米国での実証研究をレビューしながら、その実態を明らかにしていくことにしたい。

(3) ストック・オプション導入企業の特徴

まずストック・オプションをどのような企業が導入している傾向があるかを検討していくことにしよう。

たとえばSmith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993) では、投資機会や事業機会の大きな企業は、経営者と株主の間に生じる「情報の非対称性」によるエージェンシー・コストが大きいことを指摘した上で、ストック・オプションの導入によりそうしたコストを低減させようというインセンティブを経営者が保有することを明らかにしている。

またLambert & Lacker (1987) では、会計利益ベースの報酬制度と株式ベースの報酬制度とを比較検討したうえで、会計利益ベースの報酬制度にノイズが大きな場合には、株式ベースの報酬制度が導入されやすくなる傾向があることを明らかにしている。

Mehran (1995) は、経営者による株式所有比率が低い場合には、経営者と株主の間に発生するエージェンシー・コストが大きくなると予想されることから、エージェンシー問題の緩和のために、企業はストック・オプションを導入する傾向があると指摘する。

John & John (1993) は、財務レバレッジが高い企業ほどリスク投資を避ける傾向が強くなることから、ストック・オプションなど株式ベースの報酬金額が減少する傾向がある。

その他、経営者と投資家間の時間視野 (Time Horizon) の違いから発生するエージェンシー・コストを緩和させるために、ストック・オプションが導入されるとする (たとえば、Lewell, Loderer & Marinen (1987) など)、現金拋出能力の低い中小企業やベンチャー企業が現金報酬の代わりにストック・オプションが付与される傾向がある、ストック・オプションの費用計上が強制されていない場合、業績目標の達成に疑義が生じている企業がストック・オプションを導入して報酬費用を節約する傾向があることなどが指摘されている。

(4) ストック・オプションの導入が企業経営にどのような影響を与えるか
続いて、ストック・オプションの導入が企業経営にどのような影響を与えるかを検証することにしてしよう。

ストック・オプションの導入が企業の投資選択に与える影響については、Lambert, Larcker & Verrecchia (1991), Guay (1999), Carpenter (2000), Rajgopal & Shevlin (2002) などに詳しい。こうした研究の多くは、経営者と投資家・株主とを比較した場合には、経営者がリスク回避的であるがゆえに、リスク投資が過小になる傾向があるが、ストック・オプションの導入は経営者によるそうしたリスク回避志向を抑制するのに寄与していることを明らかにしている。

また Tufano (1996), Knof, Nam & Thornton (2002), Rogers (2002) は、ストック・オプションの導入がリスクヘッジ・管理活動に与える影響を明らかにしている。これらは、ともにストック・オプションの導入企業は非導入企業と比べて、リスクヘッジやリスク管理活動を実施しない傾向

がある点を明らかにしている。これらはストック・オプションの導入が経営者のリスク寛容度を増大させる可能性がある点を示唆している。

ストック・オプションの導入が、企業の財務政策に与える影響については、Haugen & Senbet (1981), Lambert, Lanen & Larcker (1989), De Fusco, Johnson & Zorn (1990), Bens, Nager & Wong (2000), Weisbender (2000), Fenn & Liang (2001), Bens, Nager, Skinner & Wong (2002) などに詳しい。ストック・オプション付与により、①経営者がよりリスク選好を高める一方、そうした行動が企業の信用リスクを上昇させ、債権者の利害を損なわせている、②オプション価値を低下させる配当支払いが減少し、逆に利益留保額が増大する、③希薄化 EPS の上昇のため、自己株買いが増加するなどを明らかにしている。

(5) 企業価値最大化 vs 経営者の機会主義的行動

では、ストック・オプションの導入は、企業価値の創造に結びついているのか。

ストック・オプションの導入は、経営者と株主・投資家の利害の一致を通じて、業績向上ひいては株主価値の増大に結びつくのか。それとも、経営者の機会主義的な行動を促進させ、企業価値の破壊に結びつくのか。

ストック・オプション報酬 (pay) と価値指標 (performance) との感応度 (sensitivity) をめぐる研究としては、Jensen & Murphy (1990), Yermak (1995), Murphy (1999), Hall & Liebman (1997), Hall (1998), Core & Guay (1999), Hanlon, Rajgopal & Shevlin (2002), Ittner, Lambert & Larcker (2003) などがあげられる。しかしストック・オプション制度の導入が価値創造に結びつくかどうかという検証命題はこれまでのところきちんと解明されているわけではない。ストック・オプション報酬が、現金報酬など他を源泉とする報酬と比べると、株主価値に対する感応度が

高いものの、それが価値創造に直接貢献しているかどうかについては、まだ論者によって見解が分かれているのである。

さらに1990年代に入るとそうした傾向はますます顕著になりつつある。経営者報酬が飛躍的に上昇しているものの、それを合理的に説明できるほど十分な業績向上ができていないとHall & Liebman (1998), Thomas & Martin (1999)などは指摘している。

では経営者は、企業価値の創造に関係なく、自らの効用増大に結びつく機会主義的な行動をとっているのか。

Bebchuk, Fried & Walker (2002)は、米国企業によるストック・オプションの活用実態を分析した上で、経営者が自らの権力(power)をテコに、報酬を増大させていると指摘する。同研究では、①Reprising(行使価格の引き下げ)、②Reload(行使オプションの補充)、③Indexed Optionやオプション行使にあたっての業績条件の設定がほとんど行われていない点、④オプション価値の高低に関係なく、行使時点における時価を行使価格とした“at the money”オプションが設定される傾向がある点などをとりあげて、経営者が自らの権力により、そのリスク負担を低く抑え、一方で報酬を増大させるようにストック・オプションの契約を結んでいると主張している。

以上のように、ストック・オプションの導入が価値創造に結びつくか、それとも経営者の機会主義的行動を誘発するかは、現在もお解明されていない課題の一つであるといえる。本稿では、特に経営者の会計行動に焦点を当てた上で、その結びつきを解明していきたいと考えている。

3 スtock・オプションと会計・開示行動

(1) スtock・オプションと会計・開示行動の先行研究

ストック・オプションと会計との関係は、ストック・オプションを1920年代から取り入れている米国企業をサンプルとした研究において、これまでもさまざまな視角で取り上げられてきた。

たとえば、ストック・オプション導入企業がどのようなディスクロージャー行動をとる傾向があるかについては、Yermark (1997), Aboody & Kasznik (2000), Nager, Nanda & Wysochi (2003) で検証されている。Yermark (1997) は、企業がCEOにストック・オプションを付与するタイミングにおける株価の変動を検証しており、オプション付与以降、超過株式ターンがプラスとなることを明らかにしている。こうしたタイミングと四半期業績報告開示のタイミングおよび内容とが深く関連していることを解明している。

またAboody & Kasznik (2000) では、ストック・オプションを付与している企業を対象に調査研究を行い、企業が株価にプラスとなるようなGood Newsはオプション付与以降に先送りにして開示する一方で、マイナスに作用するBad Newsはオプション付与前に前倒して発表する傾向があることを明らかにしている。

Nager, Nanda & Wysochi (2003) は、ストック・オプションや株式ベースのインセンティブを導入している企業は、経営者利益予想の頻度を増加させたり、あるいはアナリストからのディスクロージャー活動への評価が上昇するなど、経営者と株主・投資家の間に発生する「情報の非対称性」の問題を企業が緩和させる傾向がある点を明らかにしている。

またストック・オプション導入企業がどのような会計行動（会計方針の

選択、会計数値の制御、会計制度の設定をめぐるロビー活動など）を取る傾向があるかについては、Matsunaga, Shevlin & Shores (1993), Matsunaga (1995), Banker, Collins & Reitenga (2002), Safdar (2003) に詳しい。

たとえば Matsunaga, Shevlin & Shores (1993) では、インセンティブ・ストック・オプションの税務上での取り扱いに焦点をあてている。同研究ではインセンティブ・ストック・オプションを非適格とすることにより、企業は税務上で当該金額（＝時価－行使価格）を損金処理できるが、一方で損益計算書に費用計上する必要がある点に注目している。その上で企業経営者が税務上での処理を優先させ、実質的なキャッシュ・フローの増大を優先させるか、財務報告上での利益数値を優先させるかを検証している。同研究によれば、経営者は財務報告上での費用計上を避ける傾向があることを明らかにしている。

また Matsunaga (1995) では、ストック・オプションを付与しても、それが損益計算に反映されないことに着目し、業績目標に達しない場合、利益増加型会計政策の一環として、ストック・オプションを付与し、報酬費用額を節約し利益額の増加を図っていることを明らかにしている。

Banker, Collins & Reitenga (2002) は、ストック・オプション導入企業が会計数値の制御などを行っているかどうかについて、裁量的会計発生高 (Discretionary Accruals) をベースにした検証を行っている。検証の結果、オプション報酬のウェイトが高い企業は、付与日前に利益減少型の会計数値のコントロールを行う傾向がある点を明らかにしている。

Safdar (2003) は、ストック・オプション導入企業の会計政策と当該制御利益に対する株式市場の評価について検証している。これによれば、ストック・オプションの行使直前には利益増加型の会計政策を実施する傾向があることを明らかにしている。こうした会計政策の実施は、その後の利

益の持続性ないしは質、ひいては株式市場からの評価に影響を与える可能性がある点を強調している。

また Dechow, Hutton & Sloan (1997) によれば、過去 20 年間にわたって論争が続けられてきた FASB による株式報酬の会計制度設定に注目し、①ストック・オプションの費用計上を提案した 93 年公開草案に反対した企業の特徴、②既存の財務報告ルールのもとでストック・オプションを活用している企業の特徴、③新基準に対する株式市場の反応を検証した、コメントレーターの詳細分析やイベントスタディーによる検証により、オプション報酬の割合が高い企業が公開草案に反対意見を表明した傾向があることなどを明らかにしている。

(2) スtock・オプション導入企業の経営者はなぜ会計政策を行うのか

先行研究のレビューから、ストック・オプション導入企業の経営者は自らの報酬を増大させるために、会計・開示行動を制御していた可能性があることが明らかになっている。

ここで留意すべきは、経営者による会計政策と「市場の効率性」との関連性である。かねてより「経営者はなぜ会計方針の選択活動を通じて、会計数値の制御を実施するのか」は、かねてより議論されてきたが、これまで会計研究で解明されなかった課題の一つと考えられてきた。経営者が会計政策を実施して、株価ないしはオプション価値を増大させようとしても、株式市場がそうした経営者の会計政策の試みを見抜いているようであれば、そうした試みは無意味なものになってしまうのである。

開示情報をベースにした株式投資では超過リターンをあげることが困難である可能性があるにもかかわらず（すなわちセミ・ストロングで市場が効率的）、経営者がなぜ会計政策を実施するのかについては、さまざまな論者が注目しながらも、これまで長い間、⁽¹⁾解明されてこなかった。

たとえば Fields, Lys & Vincent (2000) では、①経営者報酬や財務制限条項など契約面での影響、②経営者と投資家間の情報の非対称性から生じる資産価格への影響、③課税当局・政府・サプライヤーなど現存・潜在株主以外のステークホルダーへの影響が予測されることから、たとえ市場が効率的でも企業経営者が会計数値をコントロールすると主張している⁽²⁾。

伊藤 (1985) では、セミ・ストロングで市場が効率的であることを経営者が知りながら、なお会計政策を実施する理由を、米国の実証研究の結果をベースに検討している。同研究では、経営者が「会計情報の誘導効果」(information inductance) に注目して会計政策を実施しており、特に利益の質を高める実質的会計政策が資本コストの低減に有効な可能性が高いと主張している⁽³⁾。

また永田 (2001) では、大型 M&A 取引に関する会計処理に焦点をあて、市場が効率的であることを認識しつつも、経営者がプレミアムを支払ってまで、損益計算書上に「のれん」の巨額償却が計上されるのを避けようとするのは、一時的には当該費用に対して株価が下落したとしても、長期的にはそうした影響は調整されなくなるという点を経営者が見抜いているからだとしている。つまり株式市場による評価が利益調整を忘却すると経営者が見抜いているからこそ、経営者による会計政策が実施されると指摘する⁽⁴⁾。

ではストック・オプション導入は企業経営者の会計行動を変えるのだろうか。これまで論じてきたように経営者が自らの報酬を最大にするためには、行使価格を引き下げ一方で、オプション行使時の株価を上げることが必要となる。日本企業の場合、行使価格はストック・オプション発行時前後の株価をベースに決定することが多い。こうした点を勘案すると、経営者がストック・オプションを通じてその報酬を増大させるためには、短期的あるいは中長期的に株価、株式リターンを誘導することが必要となる。

会計数値の制御により、そうした誘導が可能と経営者が考えている場合には、ストック・オプションの導入が経営者による会計行動を変化させる可能性がある。

(3) 仮説

では、実際に日本企業の経営者による会計行動はストック・オプションの導入により変化したか。

米国の先行研究によれば、ストック・オプション導入企業の多くは、ストック・オプションの発行ないしは付与前後にネガティブ・インフォメーションを提供することにより、株価を低減させる誘因を持つ。これは、ストック・オプションの行使価格を決定するにあたって、しばしばオプション付与時の株価がベースとなることが影響している。日本企業でもストック・オプションの行使価格はしばしばオプション発行前後の株価がベースとなっていることが多い。このため、経営者がストック・オプションを意識して会計数値をコントロールするとなると、オプション発行前後に会計利益を低下させる会計行動をとる可能性が高い。

またオプションを行使し、当該株式を市場で売却する段階になると、企業経営者はむしろ株価を上昇させようというインセンティブを持つ。これは、株式売却時点での株価と行使価格との差額が経営者の報酬のベースとなるためである。

本稿では、経営者による会計政策が実施される可能性が高いオプション発行時と行使時のうち、オプション発行時点における会計政策について調査・研究する。これは、①経営者によるストック・オプションの行使時点は外部研究者には特定しにくいのに比べて、ストック・オプションの発行そのものは株主総会決議で決定されることから、その時点が特定しやすい、②ストック・オプションの発行決議に関する発表が、企業の決算発表と同

時期に実施されることが多い（双方とも株主総会の承認を必要とするため、株主総会が開催される時期での発表が多い）ことを勘案してのものである。

仮説1 ストック・オプション導入企業は、オプション発行決議時前後の決算において、利益減少型会計政策を実施する。

さらに同じストック・オプション導入企業でも、その内容や企業における事情に応じて会計政策の内容も変わってくる可能性が高い。たとえば、ストック・オプションにより新規に発行ないし付与される株式数の発行済み株式総数に占める割合が高い企業は、相対的にその割合が低い企業と比べると、会計政策への積極性が高まるものと考えられる。

またストック・オプションの発行決議時における会計政策に注目する場合には、行使期間、選択されるストック・オプションのタイプ（自己株式方式、新株引受権方式、新株予約権方式）、発行済み株式数に占めるオプションによる付与株式数の割合、オプション採用企業の規模なども検討する必要がある。行使期間が短い場合、経営者はそれだけ株価などへの働きかけを行う選択肢（たとえば開示行動や会計行動など）が少なくなる。このことから、決算発表時の会計政策を実施することにより、株価への働きかけを行う必要性が高まる。またストック・オプション行使により付与される株式数の発行済み株式総数に占める割合が高いほど、株価への働きかけを意識した会計政策を志向する傾向があると考えられる。さらに規模が小さい企業の中には、優秀な人材を多く集めるため、戦略的にストック・オプションを活用しようという企業が多くなる。結果として、株価への働きかけを意識した会計政策を志向する傾向があると考えられる。

仮説2 ストック・オプションの行使期間が短いほど、ストック・オプション

オン導入企業は、オプション発行決議の前後の決算において、利益減少型会計政策を実施する。

仮説3 スtock・オプションにより付与される株式数の発行済み株式数に占める割合が高いほど、当該企業はストック・オプション発行決議前後の決算において、利益減少型会計政策を実施する。

仮説4 スtock・オプションを採用する企業の規模が小さいほど、利益減少型会計政策を実施する。

ではこうした経営者による会計数値の制御行動をうけて、株価はどのように変動するか。それはストック・オプション導入企業と非導入企業ではどのように異なるのか。

Sloan (1996) では、会計発生高に対する株式市場の評価について検証した上で、株式市場は、経営者が裁量的な会計行動を通じて増減させている裁量的会計発生高と営業CFを必ずしも峻別できていない可能性がある」と指摘する。またSafder (2003) によれば、ストック・オプション導入企業がオプション行使直前に利益増加型会計政策を実施する結果、行使前後で会計発生高の裁量部分が大きく増減するが、株式市場は当該数値にあわせて変動することを明らかにしている。このように経営者による会計数値の制御行動を投資家が見抜くことができないとすれば、仮説1～4で検証されたストック・オプション導入企業の会計数値の制御活動に対して、株価ないしは株式リターンが変動することが予測される。

仮説5 スtock・オプション採用企業が利益減少型会計政策を実施する場合、株価はマイナスに、利益増加型会計政策を実施する場合にはプラス

に変動する。

4 リサーチデザイン

(1) 利益マネジメント (earnings management) をめぐる先行研究

では、経営者が会計数値を実際にコントロールしているかどうかについてどのように判断するのか、いわゆる利益マネジメント (earnings management) の実態を検証するアプローチとして、これまでの先行研究を整理すると、以下の三つの検証アプローチが考えられる。⁽⁵⁾

第一のアプローチは、総計項目 (aggregate items) をベースに経営者の裁量的な会計行動を見抜く方法である。損益計算書のボトムライン (当期純利益) ないしは税引前当期純利益の中には、経営者の裁量が働きやすい部分と裁量が働かない部分、すなわち硬度の高い部分と低い部分があるが、それを統計学的手法を用いて分離し、経営者の裁量が働いている部分を抽出することで経営者の裁量的な会計行動の有無を見抜く方法と言い換えることもできる。

では硬度の高低をどのように峻別するのか、代表的な方法が大きく二つある。一つは、企業の会計発生高 (accruals) をベースに峻別する方法であり、いま一つは企業の財務会計と税務会計の差額 (book tax difference) をベースに峻別する方法である。

前者の会計発生高 (accruals) に注目するアプローチから説明しよう。当該アプローチは Jones (1991) が提案して以来、経営者の裁量的な会計行動を明らかにする検証モデルとして、広く会計研究に応用されている。⁽⁶⁾

当該アプローチではまず当期純利益を、営業キャッシュ・フローを源泉とする部分とそうでない部分に区分する。後者は会計発生高総額 (total accruals) と呼ばれる。しばしば「利益は意見、キャッシュは現実」と呼

ばれるが、営業キャッシュ・フロー数値は当期純利益そのものよりも、経営者による裁量の影響をうけにくい状態にある。硬度が高いと言い換えることもできよう。次に営業キャッシュ・フローより相対的に硬度の低い Total Accruals に注目し、そのうち経常的な事業活動（売上高、売上債権、設備資産）などでその水準ないしは増減が説明できる非裁量部分 (nondiscretionary items) を算出する。会計発生高総額から非裁量部分を控除した残差部分は経営者の裁量的な会計行動がより反映されている可能性が高いことから、裁量的会計発生高 (discretionary accruals) と呼ばれる。裁量的会計発生高の増減により、企業経営者がどの方向にどの程度会計数値を導こうとしているかを推定することが可能となる。当該アプローチは、1990年代から2000年初めにかけて、経営者の裁量的な会計行動を明らかにするアプローチとして、多くの会計研究者に引用・活用されてきた。

これに対して、2000年に入ってから新たに注目されるようになったのが、財務会計上での税引前利益と税務会計上での課税所得差額 (book tax difference) を活用する方法である。Mills & Newberry (2001) が提案して以来、経営者の裁量的な会計行動を映し出すアプローチの一つとして、多くの研究者が引用・活用している。

book tax difference アプローチでは、財務会計上の税引前当期純利益に法定税率を乗じた見積法人税と実際に支払った税務上での法人税との差額に注目する。税務上では、経営者が裁量を通じて支払法人税を節約するのを抑制するために、詳細かつ明確に会計処理の方法が規定されている。一方、財務会計上では税務と比べると相対的に当期純利益にいたるまで、経営者が裁量を働かせることのできる余地を残しているといっても過言ではない。よって、財務会計上の税引前利益に法定法人税率を乗じた財務会計上の法人税と実際に支払った税務上の法人税の差額には、経営者の裁量

的な会計行動が映し出される可能性が高い。

第二のアプローチは、特定項目 (specific items) をベースに経営者の裁量的な会計行動を見抜く方法である。総計項目 (aggregation items) で抽出する裁量部分 (discretionary items) は、統計学ないしは法制度面での前提に基づき算出されるが、時にそうした数値に経営者の裁量的な会計行動以外の要素が入り込むことがある。そうした場合、むしろ経営者の裁量的な会計行動がより反映されやすい特定項目 (specific items) に絞り込んだほうがより実態を明らかにすることができるケースもある。たとえば金融機関では、むしろ貸倒引当金などに絞り込んだほうが、経営者の裁量的な会計行動がより明らかにされることから、多くの研究者は会計発生高総額 (total accruals) よりもむしろ貸倒引当金そのものに焦点をあて、その非裁量部分と裁量部分を峻別するアプローチを取る傾向がある⁽⁷⁾。

第三のアプローチは、利益分布 (earnings distribution) をベースに経営者の裁量的な会計行動を見抜く方法である。大量サンプルを利用して、利益水準などをプロットすると、利益水準を何らかの形でコントロールしている企業が多い場合には、あるベンチマーク水準で異常なプロフィールを見せることが知られている。たとえば、Burgstahler & Dichev (1997) では、米国企業の上場企業をベースに利益分布を描いた上で、特に当期純利益がゼロ水準に近いものの、赤字決算である企業の数⁽⁸⁾が極端に少なくなっていることを明らかにしている。赤字決算に陥る企業が利益増加型会計政策を実施していることを明らかにしている。

(2) リサーチデザイン

では上記のアプローチの中で、ストック・オプション導入企業の会計政策を検証するにあたって、どのようなリサーチデザインを構築する必要があるか。

本稿では、各アプローチの特徴ないしは長所・短所などを勘案した上で、総計項目（total items）で論じた検証アプローチのうちの会計発生高にフォーカスするアプローチを基本とし、財務・税務数値差異（book tax difference）アプローチをその補完として採用することにした。本稿では、ストック・オプション導入企業と非導入企業の会計行動の違いを明らかにした上で、それが株式市場からの評価にどのように影響しているかを検証することを目的としているが、当該検証を行うためには、業種や企業規模など全くバックグラウンドが異なる企業の経営者の会計行動が会計数値に与える影響を包括的に抽出する必要がある。

特定項目（specific items）にフォーカスしたアプローチを採用するには、経営者の裁量行動が特に反映されやすい項目などを絞り込む必要がある。しかし我々が検証対象としているストック・オプション導入企業は業種横断的で、かつ企業規模のまちまちであることから、当該アプローチを採用することが難しい。また利益分布をベースにしたアプローチを採用するには、経営者のインセンティブが財務数値にどのように現れるかを仮定する必要があるが、ストック・オプション導入企業についてそれを明らかにするのは困難である。よって本稿では、総計項目（total items）にフォーカスをあてたアプローチを軸に検証を進める。

① 会計発生高（accruals）

まずは会計発生高による検証について説明しよう。会計発生高は、会計利益から営業活動からのキャッシュ・フローを控除することにより算出される。業績指標としての会計利益にはキャッシュの裏付けがある部分とそうではなく、経営者の主観や見積もりに応じて変動する部分があるが、後者を会計発生高（accruals）と呼び、多くの研究者が経営者の裁量的な会計行動を明らかにする検証方法の一つとして、1980年代半ばよりその研

究を続けてきた⁽⁹⁾。この中で特に経営者の裁量的会計発生高を抽出する上で代表的な3つのモデルを紹介した上で、それらのモデルを後のストック・オプション導入企業の検証に活用していくことにする。

Jones (1991) では、経営者の主観や見積もりと関係なく、売上高や設備資産の推移に応じて会計発生高が変動すると仮定した上で、売上高や設備資産の推移では説明できない残差部分が経営者の裁量的な会計行動の帰結であると主張する（会計発生高総額と式②で算出される非裁量的会計発生高の差額が「裁量的会計発生高」となる）。

Jones モデル

$$TA_{it}/A_{i,t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it})/A_{i,t-1} + \alpha_3(PPE_{it}/A_{i,t-1}) + v_{it} \quad \dots \textcircled{1}$$

$$NDA_{it}/A_{i,t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it})/A_{i,t-1} + \alpha_3(PPE_{it}/A_{i,t-1}) \quad \dots \textcircled{2}$$

- TA : 会計発生高
- A : 総資産
- ΔREV : 売上高の増減額
- PPE : 有形固定資産
- NDA : 非裁量的会計発生高

なお、添字 t は決算期、 i は個別企業を示す。

これに対して、Dechow, Sloan and Sweeney (1995) では、会計発生高が売上高や設備資産の推移ばかりではなく、売上債権の活用によっても増減すると主張する。たとえば決算期直前に掛取引による販売を増大させ、売上や利益をかさ上げる取引などが企業によって実施されていることは

よく知られている。つまり売上高の推移の中にも経営者による裁量的な会計行動による影響が入り込んでいると指摘している。その上で DeChow, Sloan and Sweeney (1995) はそうした影響を除くため、売上高の推移から売上債権の変動（以下、 ΔREV ）による変化部分を除いたモデル（修正 Jones モデル）が経営者の裁量的な会計行動を見抜く上で有効であると主張している。

修正 Jones モデル

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1} + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1}) + v_{it} \quad \dots\textcircled{3}$$

$$NDA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1} + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1}) \quad \dots\textcircled{4}$$

さらに Kasznik (1999) では、修正 Jones モデルに営業活動からのキャッシュ・フロー（以下、CFO）の変動値を入れることを提唱している。たとえ売上高や設備資産に変動がなくとも、製品・サービス市場における競争環境の変化が、取引条件などの変化をもたらす結果、会計発生高のウェイトが変化する可能性はある。こうした製品・サービス市場における競争環境の変化は典型的に営業活動からのキャッシュ・フローの推移に現れる傾向がある。このことから、修正 Jones モデルに営業活動からのキャッシュ・フローの推移を入れている。

CFO 修正 Jones モデル

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1} + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1}) + \alpha_4(\Delta CFO_{it}/A_{it-1}) + v_{it} \quad \dots\textcircled{5}$$

$$NDA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}$$

$$+\alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1})+\alpha_4(\Delta CFO_{it}/A_{it-1}) \quad \dots\textcircled{6}$$

次に会計発生高総額 (TA) を算出する。これには大きく2つの方法がある。一つは運転資本の変動額をベースに算出する方法であり、いま一つは税引前当期純利益から営業活動からのキャッシュ・フローを控除する方法である。⁽¹⁰⁾

ここで留意すべきは、営業活動からのキャッシュ・フローが日本では必ずしも入手できない点である。本稿では、1996～2001年度の会計・財務数値を活用するが、日本で連結キャッシュ・フロー計算書およびキャッシュ・フロー計算書が開示され始めるのは、2000年3月期決算以降である。⁽¹¹⁾ よって本稿では、損益計算書および貸借対照表項目を利用して、できる限り忠実に当該数値を再現することにした。

② 財務・税務数値差異 (book tax difference)

続けて財務・税務数値差異を活用した検証方法について説明しよう。米国ではこれまで財務会計上での処理と税務上での処理が異なるあるいは同じ個別項目に焦点をあて、財務報告上での利益が増大することを優先させるか、税金コスト節約を優先させるかなどの検証を行ってきたものの、⁽¹²⁾ それを経営者の裁量的な会計行動を包括的に明らかにする検証方法として活用されてこなかった。

しかし2000年代に入り、一般的に米国企業の財務会計上での利益と税務上での課税所得の差異が拡大してきていることが明らかになってきている (Desai (2002))。こうした財務・税務数値差異の拡大時期と経営者による会計数値の制御ないしは利益マネジメントに関する問題が浮上した時期が重なり合っていることが、当該現象への注目を飛躍的に高めた。これに伴い、財務会計上での利益と税務上での課税所得の差異に焦点をあてた

検証が頻繁に行われるようになって⁽¹³⁾いる。

たとえば Phillips, Pincus & Rego (2002) では、経営者の裁量的な会計行動を見抜くにあたって、財務会計上での法人税等額と税務上で実際に支払った法人税等額との差額に注目することが有効であると指摘している。財務会計上での会計処理と比較して、税務上での会計処理での裁量の余地が小さい。このため経営者がある識閥を満たすために利益を制御すると、その影響は差額部分に現れると指摘する。彼らは注目するのは、税効果会計の適用により計上される、繰延税金費用 (deferred tax expense) である。これは財務会計上の法人税等と税務上で実際に支払う法人税等の差額であり、経営者が財務報告上での会計処理を優先して行った結果、税務上での会計処理との違いが反映される。さらに前節で説明した会計発生高と財務・税務数値差異との関連性を分析し、両者が経営者による会計数値の制御を見抜く上で補完的な役割を果たすことを明らかにしている。

また Lev & Nissim (2002) では、財務・税務数値差異と利益の質との関連性を検証している。彼らはまず、法定税率と財務報告上での法人税費用をベースに財務報告上での見積課税所得を算出する。続けて当該数値から税務上で支払った法人税を控除する。そうして算出された数値は利益の質を示すといわれる「利益の持続性」(earnings persistence)、将来利益、株式リターンなどを予測する上で有効であるなど、利益の質を高める効果をもたらしていることが明らかにされている。さらに会計発生高では必ずしも十分ではない情報が財務・財務数値差異に含まれていることを強調している。

本稿では、こうした研究を勘案した上で、財務・税務数値差異を算出し、それをベースに経営者による裁量的な会計行動を検証することにした。

財務・税務数値差異を算出するにあたっては、Phillips, Pincus and Rego (2002) と同様、繰延税金費用 (deferred tax expense) にフォー

カスをあてた。法定税率に財務会計上での税引前当期純利益を乗じた財務報告上での法人税等と実際に企業が税務上で支払っている法人税等との差額を財務・税務数値差異として算出した。Phillips, Pincus and Rego (2002) では税効果会計にて算出される繰延税金費用 (deferred tax expense) に注目するが、日本企業の多くが税効果会計を適用するのは、2000年3月期決算以降となる。このことから、本稿では、上記のように法定税率に財務会計上の税引前当期純利益と乗じて算出した財務報告上での法人税等から実際に支払った法人税等を控除した金額で代替させることにした。

日本企業について、財務・税務数値差異を算出する上で留意すべきポイントが大きく3つある。一つは、そもそも財務報告上での会計処理と税務上での会計処理が異なる項目が存在することである。たとえば、交際費の損金不算入、受取配当金の益金不算入、租税特別措置法などによって財務報告上で費用計上認められていない項目で税務上での損金算入が可能であることなどがその例としてあげられる。こうした中で、本稿では特に経営者の意図や主観の有無にかかわらず発生し、かつデータベースなどから入手可能である受取配当金のみ調整することにした。具体的には、二重課税の回避の観点から受取配当金のうち8割の金額を益金不算入とすることができる。当該項目は経営者の意図や主観の有無にかかわらず発生することから、財務会計上での処理と税務上での処理との調整を行うことにした。その他の項目は詳細なデータベースを入手できなかったことから、ここでは調整を行っていない。またデータが必ずしも十分に入手できているわけではないことから、本稿では業界平均(日経産業コードの中分類)との差異数値をベースに経営者による裁量的な会計行動の有無を検証することにした。

いま一つは、繰越欠損金の有無によって、財務・税務数値差異が影響を

受ける点である。日本では税務上で欠損が生じた場合、5年間繰り越すことが可能である。このことから、経営者の裁量の有無にかかわらず、過去に税務上で欠損が生じた企業は、上記の財務報告上での法人税等の金額と税務上の法人税等の金額との間に差異が生じることとなる。ただ実際に欠損金が発生しているかどうかについては、外部情報利用者が判断することは難しい。そこでここでは過去5年間において、財務報告上の計算で法人税等金額がマイナスになる可能性があるサンプルについては、当該数値を反映させた上で財務報告上での法人税等の金額を算出することにした。

$$BTD_u = \{(EBT_u - 0.8 \times DR_u + LCFRV_u) \times STR_t - CIT_u\} / A_{u-1} \dots \textcircled{7}$$

BTD	: 財務・税務数値差異
EBT	: 税引前当期純利益
DR	: 受取配当金
LCFRV	: 繰越欠損金修正額
STR	: 法定税率
CIT	: 税務上の支払法人税

最後にあげられるのが、赤字企業および欠損金が存在する可能性のある企業の取り扱いである。赤字企業ないしは欠損金が存在する企業の場合、経営者の裁量的な会計行動を財務・税務数値差異から推測することは難しい。財務会計上と税務上で利益ないしは所得の金額に差異が生じないため⁽¹⁴⁾である。このことから、本稿では赤字企業ないしは欠損金が存在する可能性のある企業についてはサンプルからはずした⁽¹⁵⁾。この関係で、本稿では当該数値を補完データとして活用することにする。

日本企業の多くが、詳細にその処理の内容が規定されている税務上の会

計処理を優先させて財務会計上での会計処理を選択する「税務の逆基
 性」が働いていると主張する論者も多い⁽¹⁶⁾。このように税務上での会計処理
 を優先させる傾向が強い中、あえて財務会計上での会計処理を税務上での
 処理に優先させる場合、それは報告上での会計数値を増減させる経営者の
 意図が反映している可能性がある。

(3) データサンプル

本稿ではストック・オプション導入企業の経営者による裁量的な会計行
 動がどのような経済的影響をもたらすかということを検証することを目的
 としている。このため、以下の条件を満たすストック・オプション導入企
 業を抽出することにした。

- 1 日本でストック・オプションの導入が認められている 1996 年か
 ら 2002 年 7 月まででストック・オプションの発行を株主総会で決
 議している企業
- 2 日経ニューズにて連結・個別会計数値が入手できる企業

図表 3 ストック・オプション導入企業と非導入企業の記述統計

		株式時 価総額	売上高	資産合計	株主資 本比率	ROS (営業利益)	ROA (経常利益)
導 入	平均	266,996	365,125	394,451	47.7%	5.95%	5.43%
	Q1	8,803	16,737	14,861	32.0%	2.18%	1.99%
	中央値	27,565	42,420	41,651	47.3%	4.92%	4.72%
	Q3	120,760	132,760	143,985	63.2%	8.91%	8.85%
非 導 入	平均	114,587	197,427	229,681	38.5%	4.20%	3.51%
	Q1	5,437	17,267	18,741	22.4%	1.38%	1.03%
	中央値	14,260	41,546	42,354	37.0%	3.45%	2.93%
	Q3	46,994	117,387	120,204	53.4%	6.44%	5.63%

3 日経ニーズにて株価データが入手できる企業

なおストック・オプションの導入企業については、大和 SMBC のホームページにて開示されている「日本の公開企業におけるストック・オプション導入年度別推移」を参考にしながら、必要に応じて有価証券報告書や企業のホームページでニュース・リリースの情報を収集して選別した。

さらにストック・オプション導入の影響を見積もるため、非導入企業のサンプルも抽出した。この結果、ストック・オプション導入サンプルを 1,313 サンプル、非導入サンプルを 13,323 サンプル収集した。

5 スtock・オプション導入企業の会計政策

(1) スtock・オプション導入企業の裁量的な会計行動

ストック・オプション導入企業は、オプション発行前後にどのような会計行動を選好するだろうか。過去の先行研究に従えば、ストック・オプション導入企業はオプション発行前後の決算発表では、利益減少型会計政策を選好する可能性がある。それは、ストック・オプション導入企業の多くが、発行または発行決議前後の株価をベースにオプション行使価格を決定するためである。企業経営者の報酬は、行使時点の株価と行使価格との差額で決定される。よって経営者が自らの報酬を増大させるためには、発行時において利益減少型会計政策を実施した上で、行使価格を引き下げる可能性がある。

経営者が利益減少型の会計政策を実施して、行使価格を引き下げる行動をとるかどうかを検証するために、ストック・オプション導入企業と非導入企業で裁量的な会計発生高が異なるかどうかを検証した。検証にあたっては、独立したサンプルの t 検定により、導入企業サンプルと非導入企業サンプルで平均値が異なるかどうかを検証した。

図表4 ストック・オプション導入サンプルと非導入サンプル 平均値の差の検定

Panel A ストック・オプション導入サンプル vs 非導入サンプル

	会計発生高			資産処分・ 評価損益 (営業外)	資産処分・ 評価損益 (特別損益)
	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル		
導入	-0.00266	-0.00077	-0.00352	-0.00029	-0.00522
非導入	-0.00156	-0.00173	-0.00178	-0.00076	-0.00428
t 値	-0.580	0.499	-0.973	3.116	-1.061
p 値	0.281	0.309	0.165	0.002	0.190

Panel B ストック・オプション初導入 vs 非導入サンプル

	会計発生高			資産処分・ 評価損益 (営業外)	資産処分・ 評価損益 (特別損益)
	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル		
導入	-0.00155	0.00026	-0.00374	-0.00007	-0.00510
非導入	-0.00167	-0.00176	-0.00184	-0.00076	-0.00432
t 値	0.051	0.821	-0.833	2.768	-0.694
p 値	0.480	0.206	0.202	0.003	0.307

さらに会計発生高をベースにした検証ばかりではなく、日本企業の経営者がしばしば利益制御に活用するといわれてきた有価証券や有形固定資産の処分・評価損益も同時に表示して、同様の検証を行った。

図表4では、導入企業と非導入企業の間で裁量的な会計発生高をめぐる顕著な差異は認められないことが明らかとなっている。仮説1では、ストック・オプション制度を導入した企業は、そのオプション発行決議前後で利益減少型会計政策を実施する可能性が高いとしたが、そうした検証結果を得ることができなかった。統計学的に唯一、有意な検証結果を導き出すことができたのは、営業外収益、営業外費用項目に属する資産処分・評価損益についてである。当該項目について導入企業が非導入企業に比べて高

い水準にある点が明らかとなっている。

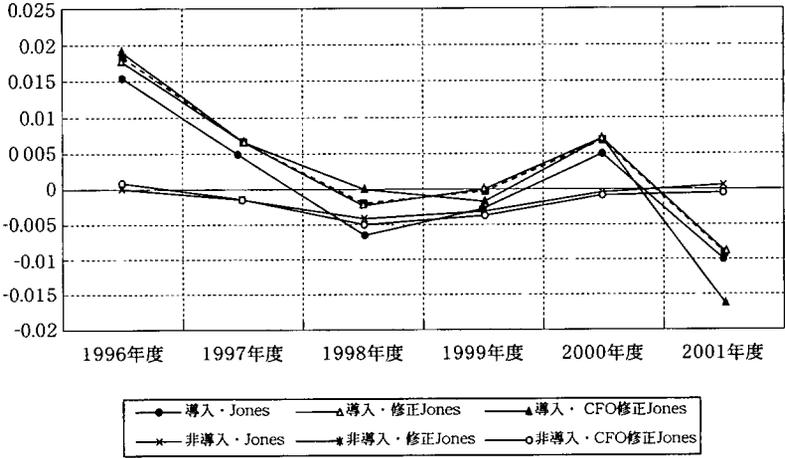
さらにストック・オプション制度導入企業の会計行動を深掘りするため、本稿では導入企業と非導入企業の裁量的会計発生高と資産処分・評価損益について年度ごとに区分し、その傾向を分析することにした。検証結果は図表5のとおりである。

これによれば、少なくとも1996～2000年度にかけては、ストック・オプション導入企業の方が、非導入企業と比べて高い裁量的会計発生高を計上している傾向があることが確認できる。一方で2001年度はむしろストック・オプション導入企業の方が非導入企業と比べて低い傾向があることが判明した。また図表6から1998年度を除けば、こうした平均値の差が統計学的にも有意な水準でついている傾向があることが明らかとなっている。

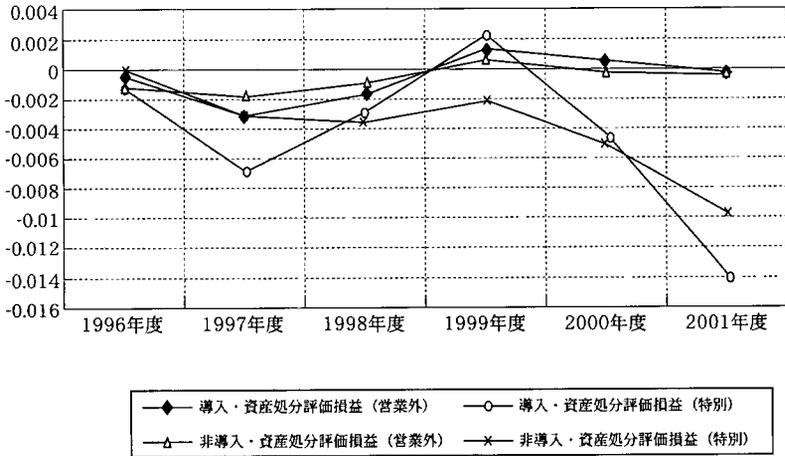
つまり1996～2001年度にかけてストック・オプション非導入企業はほぼ安定して裁量的な会計発生高がゼロ付近で推移しているのに対して、導入企業は1996～2000年度にかけてはむしろプラスの裁量的な会計発生高、2001年度はマイナスの裁量的な会計発生高を計上していることがわかる。特に2001年度に関しては、資産処分・評価損益も導入企業はマイナスを計上しているなど、企業経営者による利益減少型会計政策の実施のあとが伺える結果となっている。

さらに被説明変数に裁量的会計発生高、説明変数の負債比率（＝負債/期首総資産；Lev）、期末総資産簿価対数（Size）、ストック・オプション導入の有無（ストック・オプションの発行決議があった決算期末SO=1、それ以外SO=0）をとり重回帰分析を行った。Watts and Zimmerman (1986)によれば、負債比率の上昇は財務制限条項などへの抵触の可能性を高めることから、経営者は会計数値の制御を積極的に行う可能性が高い。また企業規模が大きいほど、ディスクロージャーへの注目度が高いことが

図表5 ストック・オプション導入サンプルと非導入サンプル 平均値の推移
 Paniel A 裁量的な会計発生高の推移



Panel B 資産処分・評価損益の推移



図表6 スtock・オプション導入サンプルと非導入サンプル 平均値の推移

年度	Jones モデル		修正 Jones モデル		CFO 修正 Jones モデル	
	導入	非導入	導入	非導入	導入	非導入
1996	0.0155	0.0005	0.0181	0.0008	0.0194	0.0010
p 値	0.069		0.032		0.009	
1997	0.0047	-0.0012	0.0072	-0.0013	0.0066	-0.0016
p 値	0.151		0.069		0.076	
1998	-0.0064	-0.0042	-0.0020	-0.0051	-0.0003	-0.0049
p 値	0.379		0.317		0.002	
1999	-0.00259	-0.00385	-0.00062	-0.00346	-0.00192	-0.00324
p 値	0.373		0.241		0.001	
2000	0.00466	-0.00133	0.00674	-0.00118	0.00689	-0.00086
p 値	0.092		0.041		0.027	
2001	-0.0102	0.0005	-0.0092	-0.0002	-0.0162	-0.0009
p 値	0.003		0.011		0.000	

ら、プラスないしはマイナスに会計数値を制御する可能性が高まる。それにストック・オプションの発行状況を含めて、経営者による裁量的な会計行動を明らかにしようという検証モデルである。検証結果は図表7である。

採用した裁量的会計発生高の算出モデル（Jones モデル、修正 Jones モデル、CFO 修正 Jones モデル）に応じて、若干結果は異なるが、全体としては共通しているとみてよい。負債比率（Lev）と裁量的会計発生高が正の相関性、資産規模（Size）と裁量的会計発生高が正の相関性（ただし1999年度のみ負の相関性）である。また1996～2000年度にかけてはストック・オプションを発行した企業はプラスの裁量的会計発生高を計上している傾向があったが、2001年度に限ってはゼロないしはマイナスの裁量的会計発生高を計上している傾向がある点が明らかとなった。

図表7 ストック・オプション導入が裁量の会計発生高に与える影響

Panel A Jones モデル

	定数項	Lev	Size	SO	調整済 R2
1996	-0.00674	0.03222	-0.00135	0.01594	0.00336
p 値	0.484	0.000	0.120	0.123	
1997	0.001	0.014	-0.001	0.003	0.002
p 値	0.892	0.023	0.103	0.682	
1998	-0.017	0.027	-0.001	-0.002	0.009
p 値	0.093	0.000	0.371	0.797	
1999	0.00849	0.03796	-0.00355	0.00947	0.02485
p 値	0.438	0.000	0.000	0.034	
2000	-0.02997	0.03082	0.00027	0.00919	0.00804
p 値	0.019	0.000	0.814	0.086	
2001	-0.02768	0.05453	-0.00132	-0.00898	0.02659
p 値	0.012	0.000	0.191	0.036	

Panel B 修正 Jones モデル

	定数項	Lev	Size	SO	調整済 R2
1996	-0.01082	0.03555	-0.00115	0.01834	0.02017
p 値	0.259	0.000	0.182	0.075	
1997	-0.002	0.017	-0.001	0.006	0.003
p 値	0.854	0.004	0.117	0.388	
1998	-0.021	0.032	-0.001	0.004	0.012
p 値	0.036	0.000	0.390	0.538	
1999	-0.00510	0.05152	-0.00306	0.01173	0.03632
p 値	0.664	0.000	0.004	0.014	
2000	-0.03535	0.03739	0.00039	0.01147	0.01221
p 値	0.006	0.000	0.737	0.034	
2001	-0.03219	0.05957	-0.00124	-0.00712	0.03041
p 値	0.004	0.000	0.223	0.097	

ストック・オプションと会計政策

Panel C CFO 修正 Jones モデル

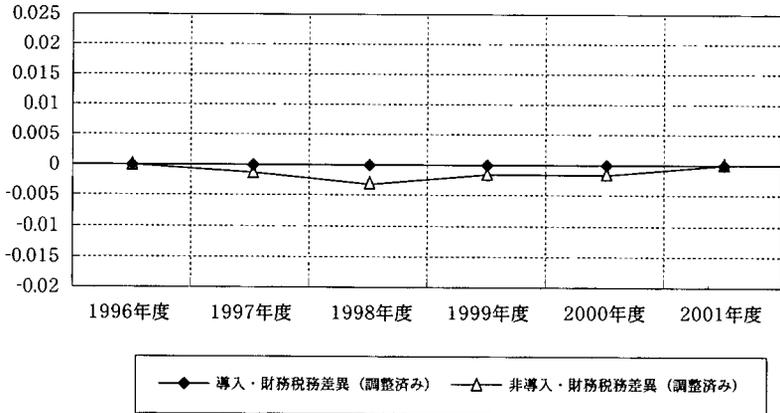
	定数項	Lev	Size	SO	調整済 R2
1996	-0.00932	0.03539	-0.00124	0.01940	0.02213
p 値	0.325	0.000	0.146	0.064	
1997	-0.004	0.026	-0.002	0.005	0.010
p 値	0.713	0.000	0.056	0.415	
1998	-0.022	0.033	-0.001	0.006	0.014
p 値	0.024	0.000	0.473	0.364	
1999	0.00255	0.01820	-0.00180	0.00876	0.00603
p 値	0.810	0.001	0.062	0.039	
2000	-0.01647	0.01818	-0.00017	0.01011	0.00443
p 値	0.154	0.004	0.869	0.028	
2001	-0.03290	0.04188	-0.00028	-0.01469	0.02334
p 値	0.002	0.000	0.773	0.000	

こうしてみるとストック・オプションの発行企業の経営者は必ずしも自らの報酬を最大にする会計政策を実施しているわけではないことがわかる。

一方で財務税務差異 (book tax difference) に注目した検証によれば、ストック・オプション導入企業は非導入企業に比べてマイナスの財務税務差異を発生させていることが確認できる。とはいえ、裁量的会計発生高の金額と比べるとその影響額はきわめて小さい。これは税引前当期純利益がマイナスの企業はサンプルからはずしているなどの措置が影響している可能性がある。よって、以下では裁量的会計発生高の数値をベースに経営者の会計行動を分析していくことにしよう。

なぜ 1996～2000 年度にかけてはストック・オプション導入企業が会計利益にプラスになる裁量的な会計行動を志向していたにもかかわらず、2001 年度には会計利益にマイナスとなる裁量的な会計行動を経営者は志向するようになったのか。

図表8 ストック・オプション導入が財務税務差異に与える影響

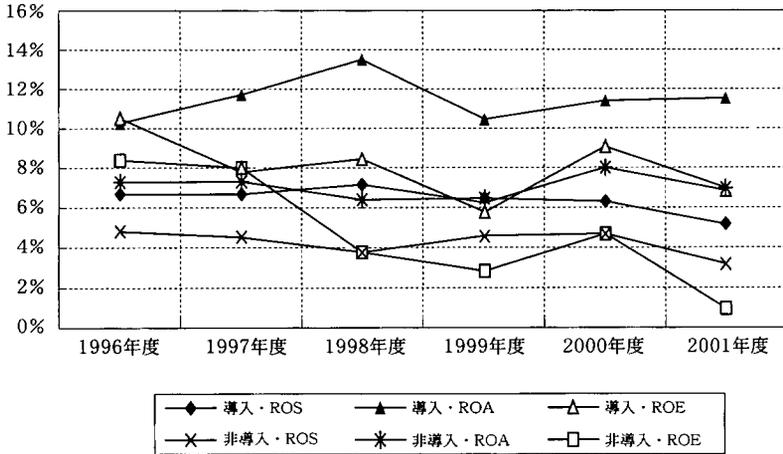


そもそもストック・オプションを導入している日本企業の多くは、既存の報酬を減額させ、それをストック・オプションに振り替えるというかたちで同制度を導入しているわけではない。むしろそれまでの報酬制度に上乘せした「ご褒美」としての側面が強い。こうしたことから、ストック・オプション発行前後に行使価格を引き下げるために会計利益を捻出する傾向は小さいようである。

ではなぜストック・オプション導入企業は1996～2000年度にかけて利益増加型会計政策を実施しているのか。それが2001年度に入るとなぜ利益減少型会計政策へとシフトしているのか。

こうしたヒントとして、日本企業のストック・オプションに対する意識を知ることは重要であろう。たとえば、河村・広田(2002)でエレクトロニクスメーカーの人事部長にインタビューを行い、「ストック・オプション制度や株価連動報酬制度を導入したが、これらは実質的な意味というよりは、株主に納得してもらうための『身繕い』的な側面がある」というコメントを引き出している。つまりストック・オプションの発行は、株主を

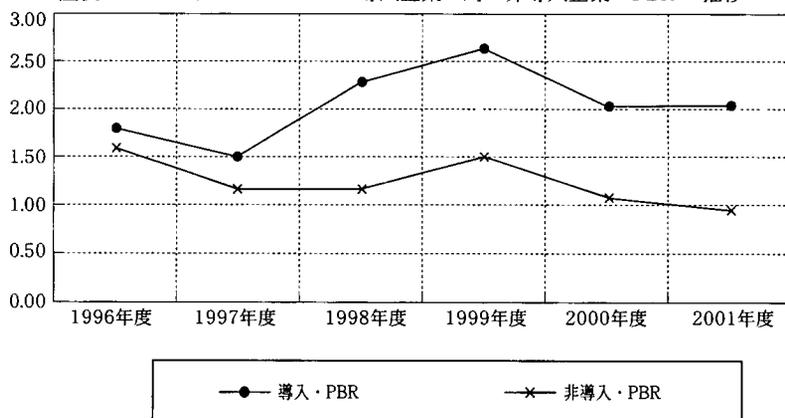
図表9 ストック・オプション導入企業 対 非導入企業 収益性の推移
Panel A 導入企業 対 非導入企業 平均値の推移



Panel B 導入企業 対 非導入企業 平均値の差の検定

年度	ROS		ROA		ROE	
	導入	非導入	導入	非導入	導入	非導入
1996	6.597%	4.836%	10.196%	7.249%	10.639%	8.328%
p 値	0.057		0.022		0.127	
1997	6.577%	4.518%	11.638%	7.263%	7.586%	7.910%
p 値	0.001		0.000		0.442	
1998	7.026%	3.742%	13.595%	6.301%	8.386%	3.797%
p 値	0.000		0.000		0.011	
1999	6.335%	4.512%	10.407%	6.436%	5.765%	2.762%
p 値	0.000		0.000		0.057	
2000	6.217%	4.644%	11.383%	7.943%	9.066%	4.588%
p 値	0.010		0.000		0.000	
2001	5.024%	3.062%	11.479%	6.810%	6.821%	0.883%
p 値	0.001		0.000		0.000	

図表 10 ストック・オプション導入企業 対 非導入企業 PBR の推移



重視した経営スタイルを貫いていることを株主や投資家に対してアピールする手段として位置づけているわけである。ここで興味深いのは、ストック・オプション発行企業と未発行企業の収益性格差である。

たとえば図表9では、ストック・オプション発行したケースとそうでないケースの収益性比較を行った。結果として、ストック・オプションを発行している企業は発行しない企業より高い収益性を維持していることが確認できる。こうした高い収益性をアピールできていることもあり、相対的な株価水準を示すPBR（株価純資産倍率）においても、ストック・オプションを発行している企業の平均値は相対的に高い水準を維持しているといえる（図表10）。利益増加型会計政策はこうした企業の高い収益性をアピールする上で活用されてきた可能性がある。

では2001年度にストック・オプション発行企業が、利益減少型会計政策へとシフトしたのをどう見るべきか。2001年度には多くの企業は資産処分・評価損などを代表とした特別利益・損失項目で巨額損失を計上している。ストック・オプション発行企業はこうした巨額損失にあわせて、利

ストック・オプションと会計政策

図表 11 資産処分・評価損益（特別損益）と裁量的会計発生高の正負の割合 推移
Panel A スtock・オプション発行企業

年度	Jones モデル				修正 Jones モデル				CFO 修正 Jones モデル			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
1996	34.6%	26.9%	23.1%	15.4%	38.5%	23.1%	23.1%	15.4%	36.4%	22.7%	31.8%	9.1%
1997	19.0%	25.3%	30.4%	25.3%	20.3%	24.1%	31.6%	24.1%	23.2%	20.3%	29.0%	27.5%
1998	19.4%	26.9%	24.7%	29.0%	20.4%	25.8%	24.7%	29.0%	18.8%	25.9%	25.9%	29.4%
1999	23.5%	31.3%	20.6%	24.6%	23.8%	31.0%	21.0%	24.2%	23.7%	32.3%	19.8%	24.1%
2000	19.9%	23.6%	28.3%	28.3%	20.2%	23.3%	28.9%	27.6%	20.4%	23.5%	27.7%	28.4%
2001	13.9%	18.7%	26.0%	41.4%	14.6%	18.0%	27.0%	40.4%	13.7%	18.4%	26.7%	41.2%

Panel B スtock・オプション非発行企業

年度	Jones モデル				修正 Jones モデル				CFO 修正 Jones モデル			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
1996	28.9%	33.4%	17.5%	20.1%	28.4%	34.0%	17.8%	19.9%	29.3%	33.2%	17.6%	19.9%
1997	22.7%	26.8%	23.9%	26.6%	21.9%	27.7%	23.9%	26.5%	22.8%	26.9%	24.0%	26.3%
1998	22.6%	25.5%	22.5%	29.4%	21.5%	26.6%	21.5%	30.4%	21.6%	26.4%	22.3%	29.8%
1999	25.4%	28.0%	19.1%	27.5%	24.9%	28.5%	18.7%	27.8%	25.9%	27.3%	20.3%	26.5%
2000	17.4%	20.3%	28.5%	33.8%	17.0%	20.7%	28.3%	34.1%	17.5%	20.8%	28.6%	33.1%
2001	13.2%	16.1%	33.4%	37.2%	13.0%	16.3%	32.7%	37.9%	13.1%	16.5%	33.2%	37.3%

- A：資産処分・評価損益がプラス，裁量的会計発生高がプラス
 B：資産処分・評価損益がプラス，裁量的会計発生高がマイナス
 C：資産処分・評価損益がマイナス，裁量的会計発生高がプラス
 D：資産処分・評価損益がマイナス，裁量的会計発生高がマイナス

益減少型会計政策を実施したものと推測できる。海外の先行研究によれば、こうしたビッグバスにより発生した巨額損失は、その水準のわりに株式市場などへの影響は小さいといわれる。また日本でも日産自動車が2000年3月期決算の巨額損失計上から一転、2001年3月期決算に過去最高益の計上に成功したが、こうした会計手法はV字型回復と呼ばれ、エレクトロニクスメーカーをはじめ多くの企業に浸透しているといわれる。ストック・オプション発行企業の多くはこうした動きに敏感であることもあり、2000年度から2001年度にかけてその会計政策の方法が大きく変化したものと推測される。

図表 11 では、ストック・オプション発行企業、非発行企業それぞれの資産処分・評価損益（特別項目）がプラス、マイナスに応じて、裁量的な会計発生高がどのような値であるかを示している。これによれば、ストック・オプション非発行企業は過去 6 年間、資産処分・評価損益がプラスの場合は裁量的な会計発生高がマイナス、資産処分・評価損益がマイナスの場合は裁量的な会計発生高はマイナスである。

つまりどちらにせよ、裁量的会計発生高はマイナスの場合が多い（おおよそ裁量的会計発生高についてプラス対マイナスの比率が 45:55 で一貫している）。

これに対して、ストック・オプション発行企業は、少なくとも 1995～2000 年度にかけては裁量的会計発生高がプラスである傾向が強い。1996～2000 年度にかけて裁量的会計発生高がプラスの企業がおおよそ 50% 超を記録している企業が多く、その割合が低い 98～99 年度も 45% 前後で非発行企業より裁量的会計発生高がプラスの企業の割合が高い。ところが 2001 年度に限っていえば、資産処分・評価損がプラスであろうと、マイナスであろうと、非発行企業と比べて、発行企業の裁量的会計発生高はマイナスの企業の割合が多くなっている。こうしたことから、ストック・オプション制度を導入した企業は、1995～2000 年度にかけて利益増加型会計政策を重視してきたが、2001 年度に限ってはビッグバスにあわせて、むしろ利益減少型会計政策を志向していることが確認できる。

(2) ストック・オプションの契約内容と経営者による裁量的な会計行動

次にストック・オプションの契約内容にあわせて、経営者による裁量的な会計行動がどのように変わってくるかを検証することにしよう。仮説 2～4 では、ストック・オプションの行使が可能となるまでの期間、ストック・オプションの行使期間、ストック・オプションにより付与される株式

図表 12 スtock・オプションの行使期間と裁量的会計発生高などの関係

	行使期間	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル	資産処分・評価 損益 (営業外)	資産処分・評 価損益 (特別)
1	0.98 年	-0.03119	-0.02705	-0.02717	-0.00163	-0.01806
2	1.96 年	-0.00236	-0.00008	-0.00288	0.00422	0.04186
3	2.96 年	-0.00616	-0.00497	-0.00698	-0.00023	-0.00659
4	3.95 年	-0.00116	0.00064	-0.00295	0.00539	0.01992
5	6.26 年	0.00184	0.00416	0.00053	-0.00033	-0.00584

数の割合などに応じて、裁量的会計行動の積極性が異なってくるとしている。

まず仮説 2 の行使期間と裁量的会計発生高の関係性について分析しよう。これについては図表 12 に示している。これによれば、行使期間が短い企業の方が、利益減少型の会計政策を実施している傾向があることが明らかとなっている。特に行使期間が 1 年未満のポートフォリオ 1 に属する企業が利益を低下させる会計政策を実施していることがわかる。行使価格を引き下げることにより、自らの報酬を増大させようとしている可能性が高い。

さらに仮説 3 の発行済み株式総数に占めるストック・オプションによる付与株式数の割合と裁量的会計発生高との関係性について検証していくこ

図表 13 発行済み株式総数に占める付与株式数の割合と
裁量的会計発生高などの関係

	SO の割合	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル	資産処分・評価 損益 (営業外)	資産処分・評 価損益 (特別)
1	0.18%	-0.00768	-0.00640	-0.00587	-0.00067	-0.00294
2	0.79%	0.00367	0.00694	0.00457	-0.00066	-0.00225
3	1.80%	0.00153	0.00233	-0.00120	0.00011	-0.00582
4	4.73%	-0.00837	-0.00602	-0.01362	0.00025	-0.01163

図表 14 売上規模と裁量的会計発生高などの関係

	売上規模	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル	資産処分・評価損益 (営業外)	資産処分・評価損益 (特別)
1	10,127	-0.00254	0.00002	-0.00346	0.00010	-0.00788
2	31,309	0.00437	0.00595	0.00131	-0.00028	-0.00430
3	81,160	-0.00575	-0.00407	-0.00561	-0.00076	-0.00566
4	1,418,371	-0.00606	-0.00445	-0.00561	-0.00028	-0.00264

図表 15 ストック・オプションのタイプと裁量的会計発生高などの関係

	タイプ	Jones モデル	修正 Jones モデル	CFO 修正 Jones モデル	資産処分・評価損益 (営業外)	資産処分・評価損益 (特別)
1	自己株式	0.00201	0.00348	0.00399	-0.00036	-0.00146
2	新株引受権	-0.00160	0.00166	0.00033	0.00013	-0.00433
3	新株予約権	-0.00952	-0.00833	-0.01605	-0.00061	-0.01087

とにしよう。発行済み株式総数に占める付与株式数の割合が高ければ、それだけ経営者報酬としてのストック・オプションへの依存度が高いということができよう。検証によれば、特に最も付与株式数の発行済み株式総数に占める割合が高いほど、利益減少型の会計政策を実施する可能性が高まっていることが確認できる。付与株式数の割合が低い企業と比べると、高い企業の方がより利益を低下させるタイプの会計政策を実施することで、行使価格を引き下げようとするインセンティブが強いことが確認できる。

仮説 4 の売上規模と裁量的会計発生高との関係性の関係を検証していくことにしよう。売上規模と裁量的会計発生高との間には必ずしも有意な関係を見出すことができなかった。

最後にストック・オプションのタイプに応じて、経営者による裁量的な会計行動が異なるかについて検証した。すでに前述したように日本では 1996 年度に自己株式方式と新株引受権方式でストック・オプション発行

が認められ、2001年度以降は新株予約権方式が認められるようになった。こうした採用されるストック・オプションの方式に応じて、経営者による会計行動が異なるかどうかを検証した。

検証の結果、自己株式方式を採用した企業がもっとも利益増加型会計政策を実施する傾向があり、それに新株引受権方式、新株予約権方式が続いている。自己株式方式を導入する企業の多くが財務業績の優れている点と当該検証結果は無縁ではないだろう。

新株予約権方式にいたっては、利益減少型の会計政策を実施している企業もかなりの数に及ぶと考えられる。新株予約権方式は2001年度からみとめられているが、前述したように2001年度にはビッグバスを契機とした利益減少型会計政策を行う企業の割合が大幅に増大している。こうした影響を受けた結果であると解釈できる。

6 スtock・オプションの導入企業に対する株式市場の評価

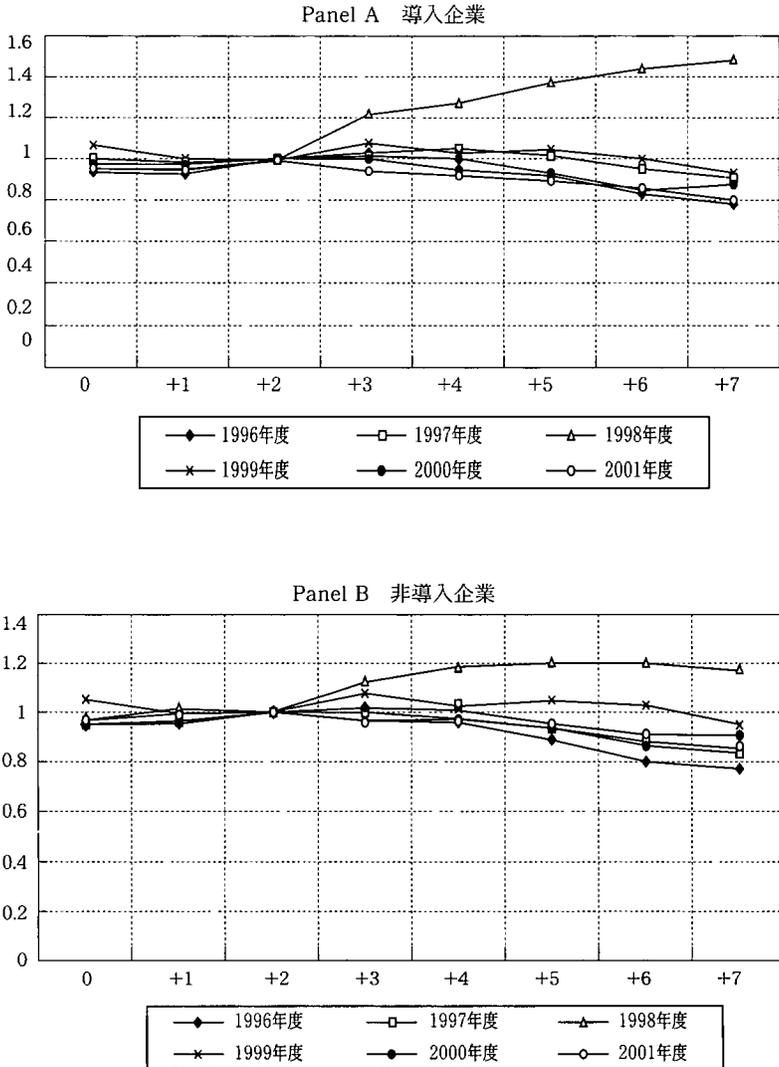
(1) スtock・オプション発行決議前後の株価の推移

ではストック・オプションの発行に対して、株式市場はどのように反応しているか。まずはストック・オプション発行決議前後において、株価がどのように変動しているかについて、非導入企業と比較検討しながら、検証していくことにしよう。

まず導入企業と非導入企業ともに決算期末3ヵ月後からそれぞれ特徴的な動きをしていることが明らかである。これは決算発表およびそれを受けての株主総会が開催される2~3ヵ月後にかけて、ストック・オプション導入企業であろうと、非導入企業であろうと株価が変動していくことを示唆している。

ではストック・オプション導入企業と非導入企業では株価の動きはどの

図表 16 ストック・オプション導入企業 対 非導入企業 発行決議前後の株価の推移



ストック・オプションと会計政策

Panel C 導入企業と非導入企業 平均値の差の検定

年度	+3		+4		+5	
	導入	非導入	導入	非導入	導入	非導入
1996	1.036	1.012	1.013	0.961	0.933	0.890
p 値	0.088		0.033		0.097	
1997	1.010	1.008	1.070	1.030	1.013	0.935
p 値	0.459		0.010		0.000	
1998	1.228	1.137	1.286	1.192	1.385	1.200
p 値	0.000		0.003		0.003	
1999	1.086	1.088	1.028	1.031	1.057	1.055
p 値	0.445		0.384		0.434	
2000	0.997	1.017	0.948	0.971	0.921	0.951
p 値	0.001		0.007		0.005	
2001	0.946	0.964	0.923	0.959	0.897	0.942
p 値	0.001		0.000		0.000	

ように異なるか、両者の平均値の差の検定を行うと、1999年度を境にその関係に変化が見られていることが確認できる。すなわち1996～1998年度にかけてはストック・オプション発行企業の方が高い株価の動きを見せているが、1999年度にはほぼ両者同一水準となり、2000年度以降はむしろストック・オプションを発行していない企業の方が、発行している企業よりも株価水準が低下していることが確認できる。

仮説5では、企業経営者が利益減少型会計政策を実施する場合には株価はマイナスに、利益増加型会計政策を実施する場合には株価はプラスに変動することが予測されている。これまでの検証から、1996～2000年度にかけて、ストック・オプション発行企業の経営者は利益増加型会計政策を実施している傾向があることが明らかになっている。一方で2001年度には

図表 17 ストック・オプション発行企業 対 非発行企業

Panel A ストック・オプション発行企業 株価と裁量的会計発生高との関係性

		Jones モデル			修正 Jones モデル			CFO 修正 Jones モデル		
		係数	p 値	Ad. R2	係数	p 値	Ad. R2	係数	p 値	Ad. R2
1996-2000	切片	5611	0.819	0.625	655	0.978	0.654	302	0.874	0.818
	OCF+NDA	26.34	0.000		26.82	0.000		8.38	0.000	
	DA	192.17	0.000		201.76	0.000		33.13	0.000	
2001	切片	48764	0.068	0.234	50245	0.063	0.214	52089	0.072	0.160
	OCF+NDA	6.88	0.000		7.03	0.000		4.02	0.000	
	DA	-7.58	0.000		-7.30	0.000		-9.37	0.007	

Panel B ストック・オプション非発行企業 株価と裁量的会計発生高との関係性

		Jones モデル			修正 Jones モデル			CFO 修正 Jones モデル		
		係数	p 値	Ad. R2	係数	p 値	Ad. R2	係数	p 値	Ad. R2
1996-2000	切片	1668.3	0.061	0.553	1,778	0.047	0.546	1,223	0.051	0.596
	OCF+NDA	3.91	0.000		3.91	0.000		3.81	0.000	
	DA	-3.43	0.000		-3.19	0.000		-3.77	0.000	
2001	切片	4298	0.137	0.441	4323	0.146	0.410	5714	0.017	0.287
	OCF+NDA	5.10	0.000		5.12	0.000		2.54	0.000	
	DA	-4.75	0.000		-4.59	0.000		-4.40	0.000	

利益減少型会計政策を実施する傾向がある。

図表 16 の検証結果は、1996～98 年度にかけては、ストック・オプション発行企業による利益増加型会計政策が株式市場に影響を与えていた可能性があるが、1999 年度以降はそうした試みが株式市場で評価されるとは言い難い状況になっていることがわかる。かつてはストック・オプション導入に加えて、利益増加型会計政策の実施により、企業のキャッシュ・フロー創出能力を演出することで株価を下支えてきたものの、近年ではそうした試みは通用しなくなっていると言い換えることもできる。ストック・オプションを導入し、それを会計政策で演出するばかりでは不十分で

図表 18 主要項目の相関係数

	BV	OCF	NDA (Jones)	DA (Jones)	NDA (修正 Jones)	DA (修正 Jones)	NDA (CFO 修正 Jones)	DA (CFO 修正 Jones)
BV	1							
OCF	0.545	1						
NDA (Jones)	0.494	0.649	1					
DA (Jones)	-0.035	0.703	0.052	1				
NDA (修正 Jones)	0.488	0.558	0.971	-0.048	1			
DA (修正 Jones)	-0.020	0.722	0.085	0.993	-0.040	1		
NDA (CFO 修正 Jones)	0.446	0.656	0.815	0.046	0.820	0.045	1	
DA (CFO 修正 Jones)	-0.146	0.604	-0.114	0.928	-0.161	0.935	-0.068	1

あると株式市場で認識され始めている証ととらえることもできる。

さらに図表 17 では、決算期末後でストック・オプション発行企業と非発行企業の差が現れ始めている決算期末 3 ヶ月後の株価を被説明変数、純資産、営業活動からのキャッシュ・フロー、非裁量的会計発生高、裁量的会計発生高を説明変数とした重回帰分析をベースに各変数の関係を分析した。当該モデルは純資産簿価と純利益により価値関連性を分析する Barth & Landsman (1995) のモデルのうち、純利益を営業活動からのキャッシュ・フロー、非裁量的会計発生高、会計発生高に分解した⑧のモデルをベースに検証することにした。

なお図表 18 によれば、純資産簿価、営業活動からのキャッシュ・フロー、NDA の間の相関係数は相対的に高い水準にあることがわかる。多重共線性の問題を緩和するため、ここでは特に本稿で関心のある「OCF+NDA」と DA それぞれを説明変数とした回帰分析で、経営者による裁量

的な会計行動が株式市場でどのように評価されているかを検証することにした。

$$P_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \times BV_{it} + \alpha_3 \times OCF_{it} + \alpha_4 \times NDA_{it} + \alpha_5 \times DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots \textcircled{8}$$

$$P_{it} = \beta_1 + \beta_2 \times (OCF_{it} + NDA_{it}) + \beta_3 \times DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots \textcircled{9}$$

P : 株価

BV : 純資産簿価 (1株あたり)

OCF : 営業活動からのキャッシュ・フロー (1株あたり)

NDA : 非裁量的会計発生高 (1株あたり)

DA : 裁量的会計発生高 (1株あたり)

図表 17 では特にストック・オプション発行企業の経営者による裁量的な会計行動に変化が見られた 1996～2000 年度と 2001 年度にサンプルを区分した上で、ストック・オプション発行企業の経営者による裁量的な会計行動が株式市場でどのように評価されているかを検証することにした。

これによれば、1996～2001 年度にかけて一貫してストック・オプション非発行企業の裁量的会計発生高に対して株式市場はマイナスの評価をしている。一方でストック・オプション発行企業の裁量的会計発生高に対しては、少なくとも 1996～2000 年度にかけてはプラスの反応を示していることが明らかとなっている。一方で、2001 年度のみでは、ストック・オプション発行企業の裁量的会計発生高に対してはむしろマイナスの反応を示している。

こうした事実を、ストック・オプション発行企業の裁量的な会計行動との関連で分析すると興味深い。前節で検証したとおり、ストック・オプション発行企業は 1996～2000 年度にかけては、利益増加型会計政策を実施

する傾向があった。これはストック・オプションの発行により、株主重視の姿勢を打ち出す一方で、収益性が高く、それが持続する可能性が高いことを株主にアピールするというねらいがあるように解釈された。そうした経営側からのメッセージを株式市場は率直に受け入れ、利益増加型会計政策にはプラスの反応を示していたと解釈することもできる。

一方で、2001年度に限っては、むしろストック・オプション発行企業の裁量的な会計発生高にマイナスの評価を受けている。こうした株式市場における反応の変化は、ストック・オプション発行企業の会計行動が利益増加型から利益減少型へと変わったタイミングと符号している。すなわち、それまでストック・オプション発行企業による裁量的会計発生高はいわば株式市場へのメッセージとして受け止められてきたが、2001年度に発行企業による会計行動が大きく変わる中で、利益増加型会計政策が必ずしもプラスに評価されなくなってきたと解釈することができる。

7 まとめ

本稿では、日本企業を調査対象として、ストック・オプションの発行が企業による会計行動や株式市場の評価に与える影響を検証した。

まずストック・オプションの発行により、企業経営者が会計利益を低下させる会計行動を選択するかどうかを検証した。検証の結果、ストック・オプションを発行していない企業は1996～2001年度にかけてほぼゼロに近い水準の裁量的会計発生高（正確にはややマイナス）であるのに対して、発行企業の裁量的会計発生高は1996～2000年度にかけては非発行企業を大きく上回り、かつプラスの水準であるが、一方で2001年度には非発行企業を大きく下回り、マイナスの裁量的会計発生高である検証結果を導き出すことができた。つまりストック・オプション発行企業は1996～2000

年度にかけて利益を増加させる裁量的な会計行動を実施しているが、2001年度には利益を減少させる会計行動へとシフトしていることが明らかとなった。

ではなぜストック・オプション発行企業はそもそも利益を増加させる会計行動を志向していたのか。それが2001年度になると、利益を減少させる会計行動へと変わったのはなぜか。

まず1996～2000年度にかけての利益増加型会計政策行使の理由を説明しよう。こうしたヒントとして、日本企業のストック・オプションに対する意識を知ることが重要であろう。日本企業の場合、ストック・オプションの発行は、株主を重視した経営スタイルを貫いていることを株主や投資家に対してアピールする手段として位置づけられることが多い。特に日本企業の多くは1990年代後半に株価の低迷から企業価値創造の重要性を認識し始めている。そうした中で収益性の高い企業はそうした株主重視の姿勢を打ち出すことにより、株式市場での高評価を勝ち取ろうと考えるようになったものと考えられる。そしてストック・オプション発行時にはそうした高収益性を演出するべく、利益増加型会計政策を実施する傾向があった可能性がある。

一方で、2001年度にストック・オプション発行企業が利益減少型会計政策を実施しているのには、いくつか理由がある。一つは会計制度の改革などの影響により、2001年度には多くの企業が巨額の特別損益を計上している。日本企業はこうした巨額の特別損益にあわせて、資産処分などを積極化させる傾向があり、実際に特別利益・損失項目での資産処分・評価損益が増大している。それまで利益増加型会計政策を施行してきたストック・オプション発行企業であるが、そうした努力の多くはこうした利益増加型会計政策にかき消されてしまう可能性が極めて高い。よって巨額損失にあわせてうみを出す「ビッグバス」会計の実施により、翌期以降の利益

を増大させる選択肢をストック・オプション発行企業が選択している傾向があることが明らかとなっている。

日産自動車が2000年3月期決算の巨額損失計上から一転、2001年3月期決算に過去最高益の計上に成功したが、いわゆるV字型回復と呼ばれる会計手法もこうした動きに影響を与えている可能性がある。ストック・オプション発行企業の多くは前述したように株式市場における動きに敏感である傾向がある。これまで必ずしも意識してこなかった会計手法の活用による演出を採用することにより、自らの業績回復を演出しようとしている意図が感じられる。

またストック・オプションの契約内容によっては、ストック・オプション発行時に利益を減少させる会計行動をとっているケースもあることも判明した。たとえば、ストック・オプションの行使期間が短い企業は、長い企業と比較して利益を減少させる会計行動を選好している可能性が高い。行使期間が短い場合には、そうでない場合と比べてストック・オプションによる期待報酬金額が低くなる可能性が高い。このため、少しでも行使価格を引き下げて、自らの期待報酬額を引き上げようとするのである。また発行済み株式総数に占めるストック・オプションによる付与株式数の割合が高い企業の方が、そうでない場合と比べて利益を減少させる会計行動を選択する可能性が高い。

では、以上のような経営者による裁量的な会計行動に対して、株式市場はどのように評価しているか。

まずストック・オプション導入企業と非導入企業では株価の動きはどのように異なるかを検証した。両者の平均値の差の検定を行うと、1999年度を境にその関係に変化が見られていることが確認できる。すなわち1996～1998年度にかけてはストック・オプション発行企業の方が高い株価の動きを見せているが、1999年度にはほぼ両者同一水準となり、2000

年度以降はむしろストック・オプションを発行していない企業の方が、発行している企業よりも株価水準が低下していることが確認できる。前述したように、ストック・オプション発行企業の多くは、ストック・オプションの発行と利益増加型会計政策の実施により、高株価を演出しようとしてきたが、そうした活動は1999～2000年度以降は通用しなくなり始めていることが明らかとなっている。ストック・オプションを導入し、それを会計政策で演出するばかりでは不十分であると株式市場で認識され始めている証ととらえることもできる。

さらに株価を被説明変数、「営業活動からのキャッシュ・フロー＋非裁量的会計発生高」と裁量的会計発生高を説明変数とした回帰分析を通じて、ストック・オプション発行企業による裁量的な会計行動が株式市場でどのような評価を受けているかを検証した。

これによれば、1996～2001年度にかけて一貫してストック・オプション非発行企業の裁量的会計発生高に対して株式市場はマイナスの評価をしている。一方でストック・オプション発行企業の裁量的会計発生高に対しては、少なくとも1996～2000年度にかけてはプラスの反応を示していることが明らかとなっている。一方で、2001年度のみでは、ストック・オプション発行企業の裁量的会計発生高に対してはむしろマイナスの反応を示している。

こうした事実を、ストック・オプション発行企業の裁量的な会計行動との関連で分析すると興味深い。ストック・オプション発行企業は1996～2000年度にかけては、利益増加型会計政策を実施する傾向があった。これはストック・オプションの発行により、株主重視の姿勢を打ち出す一方で、収益性が高く、それが持続する可能性が高いことを株主にアピールするというねらいがあるように解釈された。そうした経営側からのメッセージを株式市場は率直に受け入れ、利益増加型会計政策にはプラスの反応を

示していたと解釈することもできる。

一方で、2001年度に限っては、むしろストック・オプション発行企業の裁量的な会計発生高にマイナスの評価を受けている。こうした株式市場における反応の変化は、ストック・オプション発行企業の会計行動が利益増加型から利益減少型へと変わったタイミングと符号している。すなわち、それまでストック・オプション発行企業による裁量的会計発生高はいわば株式市場へのメッセージとして受け止められてきたが、2001年度に発行企業による会計行動が大きく変わる中で、利益増加型会計政策が必ずしもプラスに評価されなくなってきたと解釈することができる。

米国での先行研究によれば、一般的にストック・オプションの発行時ないしは付与時には株価にマイナスの影響を与える会計・開示行動を実施し、一方でストック・オプションが行使可能になって以降はむしろ株価にプラスの影響を与える会計・開示行動を実施する傾向があるようである。こうした傾向は、ストック・オプションを報酬の一部として認識し、それに積極的に働きかけることで自らの報酬を増大させようという意図の表れと解釈することができる。こうした意図に対して、全くの歯止めがきかなかったために起こったのが、エンロンやワールドコムなどの経営破たんやそれを契機とした会計不信であるといえるだろう。

それと比べて、日本企業の報酬としてのストック・オプションに対する意識はまだ希薄といってよいだろう。むしろ報酬の一部として位置づけるよりは、株主を重視する企業であるという姿勢を株主や投資家にアピールする手段と考えている傾向が強い。そうした傾向が、経営者による裁量的な会計行動にもあらわれていると考えることができる。

とはいえ、日本でも新株予約権によるストック・オプションの発行が認められるようになり、多くの企業がストック・オプション制度を実施し始めている。その意味では、本稿で行ったような経営者の裁量的な会計行動

と株式市場との関係などの検証を今後も継続し、アカデミズムの観点から経営者が機会主義的な会計行動を実施しているかなどを積極的に検証していく必要がある。

なお本研究にはいくつかの限界がある。一つは経営者による裁量的会計発生高のモデルの精度の問題であり、いま一つはストック・オプションと他の報酬制度との関連を分析できていない点である。こうした点については今後筆者に課せられた課題として受け止めておきたい。

本稿は日本経営財務学会関東部会による発表をベースにしている。学会では蜂谷豊彦先生（東京工業大学）にコメンテーターをお引き受けいただき、有益なコメントをいただいた。また同学会では坂本恒夫先生（明治大学）、園田光司先生（東京国際大学）、正田繁先生（日立製作所）に有益なアドバイスをいただいた。さらに本稿執筆にあたっては、伊藤邦雄先生（一橋大学）、野間幹晴先生（横浜市立大学）に貴重なアドバイスをいただいた。記して感謝の意を示したい。

- (1) たとえば Healy & Palepu (1999) 参照。
- (2) 会計政策の論理については Schipper (1989), Healy & Wahren (1999) などに詳しい。
- (3) 「会計情報の誘導効果」(information inductance) については Prakash & Rappaport (1977) に詳しい。
- (4) 同様の指摘は、Palepu (1987) でも行われている。
- (5) たとえば, McNichols (2000) 参照。
- (6) たとえば, Dechow (1994), Sloan (1996), 加賀谷 (1999) など。
- (7) こうした研究アプローチを採用した代表的な研究として, Beaver & Engel (1996), Beaver & McNichols (1998) などがあげられる。
- (8) 日本企業を事例にした利益分布については, 加賀谷 (1999) に詳しい。
- (9) たとえば Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991) など。

- (10) こうした定義については、McNicholes (2000), 中條 (1999) に詳しい。」
- (11) 加賀谷 (1999) では日本で連結キャッシュ・フロー計算書制度が導入される前よりキャッシュ・フロー計算書を開示していた SEC 基準採用企業を対象に調査研究を行っている。
- (12) Hunt, Moyer & Shevlin (1996), Matsunaga, Shevlin & Shores (1992) など。
- (13) Mills & Newberry (2001) では、公開企業と非公開企業とを比較検討し、公開企業の方が非公開企業よりも報告上でのコストを意識している会計行動を志向する傾向があるという調査結果を示している。
- (14) 税効果会計が適用されている場合には両者に差異が生じる可能性が高い。しかし日本企業が税効果会計の適用を行ったのは 2000 年 3 月期決算以降である。
- (15) Lev and Nissim (2002) でも同様の措置をとっている。
- (16) たとえば坂本 (1995) など。

参考文献

- Aboddy, D., Market Valuation of Employee Stock Options, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 22 No. 1-3 (August - December 1995), 357-391.
- Aboddy, D. and R. Kasznik, CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 29 No. 1 (February 2000), 73-100.
- Aboddy, D., M. E. Barth. and R. Kasznik, SFAS123 Stock-Based Compensation Expense and Equity Market Values, Working Paper of Stanford University (July 2001), 1-43.
- Abowd, J. M. and D. S. Kaplan, Executive Compensation : Six Questions that Need Answering, NBER Working Paper Series WP 7124 (May 1999), 1-35.
- Aggarwal, R., and A. A. Samwick, Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation : Theory and Evidence, NBER Working Paper Series WP 5648 (July 1996), 1-35.

- Anderson, M. C., R. D. Banker and S. Ravindran, Interrelation Between Components of Executives' Compensation and Market and Accounting based Performance Measures, Working Paper of The University of Texas at Dallas (January 1999), 1-41.
- Baiman, S., and R. E. Verrecchia, Earnings and Price-based Compensation Contracts in the Presence of Discretionary Trading and Incomplete Contracting, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 20 No. 1-3 (July 1995), 93-121.
- Baker, G. P. and B. J. Hall, CEO Incentives and Firm Size, Working Paper of Harvard Business School WP, (November 1998), 1-35.
- Baker, T., D. Collins and A. Reitenga, Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives, Working Paper of Wake Forest University (December 2002), 1-36.
- Barron, J. M. and G. R. Waddell, Executive Rank, Pay and Project Selection, *Journal of Financial Economics* Vol. 67 No. 3 (September 2002), 305-349.
- Beaver, W. and E. Engel, Discretionary Behavior with Respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Securities Prices, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 22 No. 1 (August-December 1996), 177-206.
- Beaver, W. and M. McNichols., The Characteristics and Valuation of Loss Reserves of Property-Casualty Insurers, *The Review of Accounting Studies* Vol. 3 No. 1-2 (1998), 73-9577-206.
- Bebchuk, L. A. and C. Jolls, Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth, *The Journal Law, Economics, & Organization* Vol. 15 No. 2 (July 1999), 487-502.
- Bebchuk, L. A. and J. M. Fried, Executive Compensation as an Agency Problems, Working Paper of Harvard Law School (December 2002), 1-20.
- Bebchuk, L. A. and J. M. Fried and D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *The University of Chicago Law Review* Vol. 69 (Summer 2002), 751-846.
- Bell, T. B., W. R. Landsman, B. L. Miller and S. Yeh., The Valuation Implica-

- tions of Employee Stock-Option Accounting for Computer Software Firms, Working Paper of KPMG LLP (July 2001), 1-39.
- Bens, D. A., V. Nagar and M. H. Franco Wong, Real Investment Implications of Employee Stock Options Exercises, Working Paper of University of Chicago (December 2000), 1-41.
- Bens, D. A., V. Nagar, D. J. Skinner and M. H. Franco Wong, Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases, Working Paper of University of Chicago (December 2002), 1-49.
- Brenner, M., R. K. Sundaram and D. Yermack Altering the terms of Executive Stock Options, *Journal of Financial Economics* Vol. 57 No. 1 (July 2000), 103-128.
- Bugstahler, D. and I. Dichev, Earnings management to Avoid Earnings Decreases and Losses, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 24 No. 1 (December 1997), 99-126.
- Carter, M. E. and L. J. Lynch An Examination of Executive Stock Option Repricing, *Journal of Financial Economics* Vol. 61 No. 2 (August 2001), 207-225.
- Chance. D. M., R. Kumar and R. B. Todd The 'Repricing' of Executive Stock Option, *Journal of Financial Economics* Vol. 57 No. 1 (July 2000), 129-154.
- Core, J. E., and W. R. Guay, The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentives Levels, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 28 No. 2 (April 1999), 151-184.
- Core, J. E., and W. R. Guay, Stock Option Plans for Non-Executive Employees, *Journal of Financial Economics* Vol. 61 No. 2 (August 2001), 253-287.
- Core, J. E., and W. R. Guay, Estimating the Value of Employee Stock Option Portfolios and Their Sensitivities to Price and Volatility, *Journal of Accounting Research* Vol. 40 No. 3 (June 2002), 613-630.
- Carpenter, J. N., Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite?, *The Journal of Finance* Vol. 55 No. 5 (October 2000), 2311-2331.
- Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Larcker, Corporate Governance,

- Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* Vol. 51 No. 3 (March 1999), 371-406.
- Core, J. E., W. R. Guay and S. P. Kothari, The Economic Dilution of Employee Stock Options : Diluted EPS for Valuation and Financial Reporting, *The Accounting Review* Vol. 77 No. 3 (July 2002), 627-652.
- DeAngelo, L. E., Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance : The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 18 No. 1 (July 1994), 3-40.
- Dechow, P. W., Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 10 No. 1 (January 1988), 3-36.
- Dechow, P. W., A. P. Hutton and R. G. Sloan, Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation, *Journal of Accounting Research* Vol. 34 (Supplement 1996), 1-20.
- DeFUSCO, R. A., R. R. Johnson and T. S. Zorn, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *The Journal of Finance* Vol. 45 No. 2 (June 1990), 617-627.
- Desai, M. A., The Corporate Profit Base, Tax Sheltering Activity, and the Changing Nature of Employee Compensation, NBER Working Paper WP 8866 (April 2002), 1-54.
- Espahbodi, H., P. Espahbodi, Z. Rezaee and H. Tehranian, Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure : The Case of Stock Based Compensation, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 33 No. 3 (August 2002), 334-373.
- Fenn, G. W. and N. Liang, Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics* Vol. 60 No. 1 (April 2001), 43-71.
- Fields, T. D., T. Z. Lys and L. Vincent, Empirical research on accounting choice, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 31 No. 1-3 (September 2001), 255-307.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver., Additional Evidence on the Association be-

- tween the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 16 No. 1-3 (January-July 1993), 125-160.
- Guay, W. R., The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk : An Analysis of the Magnitude and Determinants, *Journal of Financial Economics* Vol. 53 No. 1 (July 1999), 43-71.
- Hall, B. J., Incentive Strategy within Organizations, Working Paper of Harvard Business School WP 902-131 (March 2002).
- Hall, B. J. and J. B. Liebman, Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats ?, NBER Working Paper Series WP 6213 (October 1997), 1-58.
- Hall, B. J., The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options, NBER Working Paper Series WP 6674 (August 1998), 1-47.
- Hall, B. J. and K. J. Murphy, Stock Options for Undiversified Executives, NBER Working Paper Series WP 8052 (December 2000), 1-49.
- Hall, B. J. and T. A. Knox, Managing Option Fragility, Working Paper of Harvard Business School, Harvard NOM Research Paper 02-19 (May 2002), 1-61.
- Hanlon, M., S. Rajgopal and T. Shevlin, Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings ?, Working Paper of University of Michigan, 1-61.
- Healy, P. M., The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 7 No. 1-3 (April 1985), 85-107.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Market : Review of the Empirical Literature, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 31 No. 1-3 (September 2001), 405-440.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons* Vol. 13 No. 3 (October 1999), 365-383.
- Heath, C., and S. Huddart, Psychological Factors and Stock Option Exercise, Working Paper of Duke University. (July 1998), 1-45.

- Hemmer, T., S. Matsunaga, and T. Shevlin, The Influence of Risk Diversification on the Early Exercise of Employee Stock Options by Executive Offices, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 21 No. 1 (February 1996), 45-68.
- Huddart, S. and M. Lang, Information Distribution within Firms : Evidence from Stock Option Exercises, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 34 No. 1-3 (January 2003), 3-31.
- Huddart, S. and M. Lang, Employee Stock Option Exercises : An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 21 No. 1 (February 1996), 5-43.
- Ittner, C. D., R. A. Lambert and D. F. Larcker, The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 34 No. 1-3 (January 2003), 89-127.
- Jensen, M. C., and K. J. Murphy, Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy* Vol. 98 No. 2 (1990), 225-264.
- John, T. and K. John, Top Management Compensation and Capital Structure, *Journal of Finance* Vol. 48 No. 3 (July 1993), 949-974.
- Johnson, S. A. and Y. S. Tian, The Value and Incentive Effects of Nontraditional Executive Stock Option Plans, *Journal of Financial Economics* Vol. 57 No. 1 (July 2000), 3-34.
- Jones, J. J., Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* Vol. 29 No. 2 (Autumn 1991), 193-228.
- Jin, L, CEO Compensation, Diversification, and incentives, *Journal of Financial Economics* Vol. 66 No. 1 (October 2002), 29-63.
- Kasznik, R., On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management, *Journal of Accounting Research* Vol. 37 No. 1 (Spring 1999), 57-81.
- Knopf, J. D., J. Nam and J. H. Thornton, Jr., The Volatility and Price Sensitivities of Managerial Stock Option Portfolios and Corporate Hedging, *The Journal of Finance* Vol. 57 No. 2 (April 2002), 801-813.

- Kole, S. R., The Complexity of Compensation Contracts, *Journal of Financial Economics* Vol. 43 No. 1 (January 1997), 79-104.
- Lambert, R. A., and D. F. Larcker, An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts, *Journal of Accounting Research* Vol. 25 (Supplement 1987), 85-125.
- Lambert, R. A., D. F. Larcker and R. E. Verrecchia, Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation, *Journal of Accounting Research* Vol. 29 No. 1 (Spring 1991), 129-149.
- Lambert, R. A., W. N. Lanen and D. F. Larcker, Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 24 No. 4 (December 1989), 409-425.
- Lev, B., and D. Nissim, Taxable Income as an Indicator of Earnings Quality, Working Paper of New York University (November 2002), 1-39.
- Liang, J. N. and S. A. Sharp, Stock Repurchase and Employee Stock Options and their Implications for S & P 500 Share Retirements and Expected Returns, Working paper of Federal Reserve Board (November 1999), 1-19
- Li, H., Employee Stock Options, Residual Income Valuation and Stock Price Reaction to SFAS 123 Footnote Disclosure, Working Paper of The University of Iowa (December 2002), 1-45.
- Lorsh, J. W., Compensating Corporate CEO's: A Process View, Harvard Business School WP 99-013 (October 1998).
- Lowenstein, M. J., The Conundrum of Executive Compensation, *Wake Forest Law Review* Vol. 35 No. 1 (April 2000), 1-30.
- Marquardt, C. A., The Cost of Employee Stock Option Grants: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting Research* Vol. 40 No. 4 (Supplement 2002), 1191-1217.
- Matsunaga, S. R., The Effect of Financial Reporting Costs on the Use of Employee Stock Options., *The Accounting Review* Vol. 70 No. 1 (January 1995), 1-26.
- Matsunaga, S., T. Shevlin and D. Shores, Disqualifying Dispositions of Incentives

- tive Stock Options : Tax Benefits versus Financial Reporting Costs, *Journal of Accounting Research* Vol. 30 (Supplement 1992), 37-76.
- McNichols, M. F., Research Design issues in earnings management studies, *Journal of Accounting and Public Policy* Vol. 19 No. 4-5 (Winter 2000), 313-345.
- Mehran, H., Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* Vol. 38 No. 2 (June 1995), 163-184.
- Mills, L. F. and K. J. Newberry, The Influence of Tax and Nontax Costs on Book-Tax Reporting Differences : Public and Private Firms, *The Journal of American Taxation Association* Vol. 23 No. 1 (Spring 2001), 1-19.
- Muelbroek, L. K., The Efficiency of Equity-Linked Compensation : Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options, Working Paper of Harvard Business School (2000), 1-45.
- Murphy, K. J., Executive Compensation, Working Paper of University of Southern California (April 1998), 1-89.
- Murphy, K. J., Performance Standards in Incentive Contracts, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 30 No. 3 (December 2000), 245-278.
- Murphy, K. J., Explaining Executive Compensation : Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options, *The University of Chicago Law Review* Vol. 69 (Summer 2002), 847-869.
- Murphy, K. J., Stock-Based Pay in New Economy Firms, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 34 No. 1-3 (January 2003), 129-147.
- Nager, V., D. Nanda and P. Wysocki, Discretionary Disclosure and Stock Based Incentives, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 34 No. 1-3 (January 2003), 283-309.
- Palepu, K., The Anatomy of an Accounting Change, in W. J. Bruns Jr., and R. S. Kaplan, eds, *Accounting and Management : Field Study Perspectives*, Harvard Business School Press, 1987.
- Phillips, J. M. Pincus and S. O. Rego, Earnings Management : New Evidence Based on Deferred Tax Expense, Working Paper of University of

- Iowa (October 2002), 1-42.
- Prakash, P. and A. Rappaport. Information inductance and its significance for accounting. *Accounting, Organizations and Society* Vol. 2 No. 1 (1977) 29-38.
- Rajgopal, S. and T. Shevlin., Empirical Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 33 No. 2 (June 2002), 145-171.
- Rees, L and D. Scott, The Value-Relevance of Stock-Based Employee Compensation Disclosure, Working Paper of Texas A&M University (December 1998), 1-25.
- Rogers, D. A., Does Executive Portfolio Structure Affect Risk Management? SEO Risk-Taking Incentives and Corporate Derivatives Usage, *Journal of Banking and Finance* Vol. 26 No. 2-3 (March 2002), 271-295.
- Safder, I., Executive Stock Option Exercise, Earnings Management, and Stock Returns, Working Paper of University of Rochester (January 2003), 1-54.
- Shipper, K., Commentary on Earnings Management, *Accounting Horizons* Vol. 3 No. 4 (December 1989), 91-102.
- Sloan, R. G., Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings ?, *The Accounting Review* Vol. 71 No. 1 (Spring 1996) 289-315.
- Smith, C. W., and R. L. Watts, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* Vol. 32 No. 3 (December 1992), 263-292.
- Thoman, R. S. and K. J. Martin., The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans, Working Paper of Vanderbilt University Law School WP 99-22 (November 1999), 1-78.
- Tufano, P., Who Manages Risk ? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry, *The Journal of Finance* Vol. 51 No. 4 (September 1996), 1097-1137.
- Weisbenner, S. C., Corporate Share Repurchases in the 1990s : What Role

- Do Stock Options Play?, Working Paper of FRB WP 2000-29 (April 2000), 1-43.
- Yermark. D., Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively, *Journal of Financial Economics* Vol. 39 No. 2-3 (October-November 1995), 237-269.
- Yermark. D., Good Timing : CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *The Journal of Finance* Vol. 52 No. 2 (June 1997), 449-476.
- 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンス』日本経済新聞社, 2000年.
- 伊藤邦雄「ストック・オプション制度の導入と会計上の課題」『旬刊商事法務』No. 1463, 1997年7月.
- 伊藤邦雄「ストック・オプション制度の諸問題」『企業会計』Vol. 49 No. 9, 1997年9月.
- 伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996年.
- 乙政正太「ストック・オプション制度と経営者インセンティブ」『阪南論集』Vol. 37 No. 4 2002年3月.
- 加賀谷哲之「連結キャッシュ・フロー計算書制度化の論理」『企業会計』Vol. 51 No. 11, 1999年10月.
- 加賀谷哲之「裁量の発生処理額と市場評価」『一橋論叢』Vol. 122 No. 5, 1999年11月.
- 河村耕平・広田真一「株主によるガバナンスは必要か?」伊藤秀史編著『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社, 2002年.
- 企業財務制度研究会『ストック・オプション等の会計をめぐる論点』COFRI, 1999年.
- 財務会計基準機構『わが国におけるストック・オプション制度に関する実態調査』財務会計基準機構, 2003年.
- 坂本雅士「確定主義と逆基準性——確定決算主義批判の再検討」『産業経理』Vol. 55 No. 3, 1995年10月.
- 中條祐介「業績低迷企業の会計政策—利益減少型会計政策の選択とそのインセンティブ」『會計』Vol. 155 No. 1, 1999年1月.

永田京子「企業結合会計をめぐる基準設定者と証券市場の論理」一橋大学大学院
商学研究科博士後期課程論文，2002年。

野間幹晴「金融商品会計をめぐる経営者の裁量的行動と証券市場」一橋大学大学
院商学研究科博士後期課程論文，2002年。

古川浩一・今井潤一「わが国におけるストック・オプション価値の試算」『企業
会計』Vol. 49 No. 2, 1997年11月。

松浦義昭「ストック・オプション制度の導入に関する実証分析」『経営財務研究』
2001年12月。