

自己株式取得とストックオプション付与の考察
～市場の変貌と会計の変化から見えるもの～

A Consideration For Share Repurchase and Stock Option Grant
～A Perspective From the Market Transformation and Accounting Change～

鈴木 愛一郎

第1章 はじめに

資本主義が社会に広く散在する遊休資本を、株式の発行により調達し、それを効率的な（利益を生む）事業活動に用いることで、社会の富の創造につながる仕組みであるならば、そうして集めた資金を、株式を買い戻すという手段によって、再び出資者に払い戻すことは、上述の仕組みに照らして考えてみても、株式発行コストを考えてみても、本質的な矛盾があるように思える。

事実、長きにわたり日本では資本の維持拘束性の観点から自己株式の取得は制限されていた。また、自己株式取得は株主への払い戻しという点で本質的に配当と同じ意義を持つが、企業会計原則では配当の財源は事業活動から得られた（利益）剰余金に限定され、出資者によって払い込まれた資本との厳密な峻別が要請されてきた。これも資本の維持拘束という観点からの制限である点では同じである。

こうした制限は90年代の後半頃からの会計ビックバンという一連の制度改革の流れの中で次第に取り払われていった。これは一面で「遅れていた」日本の会計基準が、ようやく国際的な会計基準の水準に追いついた、と評することも可能である。

しかし、その根底には、日本経済の地殻変動ともいうべき大きな変化が存在する。すなわち、これまでのような、ものづくりにおける生産性と製造物の質の向上を高めることで競争優位を築く、という発想そのものが新興国の台頭によって陳腐化し（＝利益が獲得できなくなり）、佐和(1995)の指摘するように「経済のソフト化、サービス化、情報化、金融経済の肥大化、投機化」というグローバル経済の新しいパラダイム下での競争が強いられる時代となった。つまり、根底からゲームのルールが変わろうとしているのである。

このような経済の変化に伴って、会計のあり方も大きく変わりつつある。すなわち、ものづくり経済の時代を支配してきた利益認識、原価認識に立脚したフロー（の配分）計算から、投資家への有用性と市場規律維持の視点を重視するアングロサクソンの価値観に起因するストック重視の会計観に変貌を遂げようとしている。これが、連結会計、時価会計の導入と包括利益、公正価値という名の市場原理の嵌入、企業実態とリスク情報の正確かつタイムリーな開示を支える仕組みとしてのコーポレートガバナンス徹底への要請の高まり、などの一連の会計改革となってわれわれの前に立ち現れているのである。

その意味で、自己株式取得という行動は貸借対照表と損益計算書のクリーンサープラス関係に見られる計算構造上の整合性、資本維持拘束といった法的・社会制度的な要請の観点からかつては認められなかったものが、企業価値向上のための資本政策の一環である、とする市場・投資家の命題にオーバーライドされる形でなし崩し的に容認されるに至ったのである。

本稿では、この自己株式の取得、さらに取得して金庫株となった株式の活用方法のひとつとしてのストックオプションを制度的意義、投資家、債権者への経済的な含意といった視点から、先行研究なども振り返りつつ、考察することを目的とする。

第2章 自己株式の取得

第1節 概要

自己株式の取得とは企業がいったん発行した株式の買い戻しであり、投資家への出資払い戻しである。¹⁾ 払い戻し、出資の払い戻しはかつて会社法で規定されていた資本確定、資本充実そして資本維持という資本三原則の観点から禁止されていた。この点はアメリカでは自己株式を広く授権はされているが未発行である株式をも含むのと概念的な差異がある。日本ではこれらの諸原則は、企業会計原則に定められた利益取引と資本取引の峻別²⁾をベースに債権者保護の観点からも論じられるが、本質的には資本拠出者が有限責任しか負わないことへの会社側にとっての制度的な意味での対価であると解釈もできる。

しかし、最低資本金制度が撤廃された現在において、株式と資本金の直接的なつながりは切断され、資本確定、資本充実の原則は意味をなさなくなった。ひとり、間接有限責任しか負わない株主と異なり、会社の資本以外に引当てを持たない債権者を保護するという観点から、配当や自己株式取得の実施の際の財源規制や資本金減少に制限を加えるという意味での資本維持の原則のみが残存している状況である。

だがこれとて、かつて制限されていた資本準備金や減資差益すら配当財源とすることが認められ(利益剰余金との垣根が意味をなさなくなったということでもあるが)、さらに最低資本金制度も廃止され、無担保社債発行による資金調達も増加し、金融商品設計の自由化から負債・資本の近接化・融合化が進む現状にあり、どこまで実質的な意味があるルールなのか疑問視する向きもある。

企業金融におけるかかる状況は、資本金とは利害関係者への信用の礎であり、またリスクへの担保であるとする画一化された発想しか持たなかった時代の終焉であり(まさに本稿のテーマでもあるストックオプション制度の導入等が契機となった資本の部から純資産の部へという名称変更がひとつの象徴でもあるが)、代わって企業は事業戦略だけではなく、資金調達を含む財務戦略を行い、かつその内容を市場に対して絶えず情報開示を行うことを通じて、自己の市場価値向上をはかる時代が到来したことを告げるものだ。さらに既述の通り、負債と資本の融合化が進む状況において、株主のみならず債権者までもが一定の出資に伴うリスクを受容することが要請される状況を現出しているが、反面、出資を受け入れる側の企業は厳格な処罰規定を伴う徹底したディスクロージャーがその対価として求められる時代でもある。

近年の資本の部をめぐるこうした急激な変化の流れにあり、上述の財源規制以外にも問題となる論点³⁾は存在するものの、自己株式の取得は段階的な経過を経て基本的に自由化されるに至った。

こうした変化の背景には、たんに自己株式取得の問題ではなく、間接金融の資金調達の下、永きに渡り特異な存在⁴⁾であった日本の株式市場に対し、市場の効率化⁵⁾およびその達成を目的とする市場規律の整備とい

¹⁾ 会計的には自己株式を自己資本の控除項目とするか、他の株式同様に資産の部に計上するか、という議論があるが、飯野(1977)は(自己株式を)子会社保有の親会社株と同一視できるとし(金庫株が処分されるまで保有される)当座資産とも考えられる(額面法の処理の根拠)とし、武田(1996)は(自己株式を)発行株式の買戻しであり、一種の減資の性格を有するので資本の部からの控除項目とも考えられる(原価法の処理の根拠)、としている。()内は筆者注。なお、現行の会計処理(商法施行規則 69 条 4 項、財務諸表等規則 68 条の 2 の 3)では、自己株式の取得(自己株式勘定)は資産の取得ではなく、資本(純資産の部)の控除として処理される。

²⁾ かつて株式プレミアムが資本が利益かを巡るプレミアム論争なるものがあった。この遠因となったのが、企業会計原則が理論上は資本と利益の峻別を要求しながらも、実務上(注解)で資本剰余金と利益剰余金の取扱いで曖昧、矛盾とも取れる部分を残していたから、とされる。(河合 1981)

³⁾ 市場買付以外の方法・価格(株式以外の財産の交付を含む)による取得の場合における株主間の平等の侵害や、経営者支配に繋がる取得、迂回融資による第三者名義取得などの論点が考えられる。

⁴⁾ 日本企業の財務諸表だけを取り上げても、「日本独自の会計基準で作成・監査されたものであるから投資家は注意を要する」という趣旨の Legend Clause が付されていた(2003 年 3 月決算まで)点を想起されたい。これはかつての「株屋」という言葉が含意する、つまり直接金融による株式市場という存在が、銀行等による間接金融が主体の企業金融制度の下、おおよそ効率的市場などという概念の欠如した、いわば徒花のような位置づけだったことと無縁ではないだろう。

⁵⁾ 市場に存在する情報に対する株価の反応度(官能性)が高いという意味において。

うグローバルな資本市場からの強い要請があったことは論を俟たない。

すなわち、日本の資本市場が世界の主要な資本市場の一角を占めるべく、内外からの評価に足る市場インフラの整備が要請される流れにあり、自己株式の取得の自由化もまた時代の必然であった。とすれば、焦点はもはや資本取引と利益取引の峻別や配当財源の規制などではなく、自己株式取得の自由化の原義たる財務戦略としての自己株式の活用、処分方法に移行すると考えられる。既述のように、資本政策の成否が企業価値の創出にも毀損にもなるからである。そこで、本稿では自己株式取得と処分、またストックオプションについて、会計上・税務上の制約・取扱い⁶という実務的な視点を離れ、企業の資本政策の一環としての意義、とくに市場に対するシグナリングという視点を中心に考察してゆくこととする。

第2節 会計上の視点から

ここで、資本市場の変化の潮流が、これまでの会計情報の意義・目的にも大きな変化をもたらした点にも言及しておく。これは資本の部が、資本でも負債でもない中間的な要素を取り込む必要性から純資産の部が創設された、などという類の会計処理上の技術的な問題に留まる議論ではない。

全体を俯瞰して述べるならば、IFRSへのコンバージェンスからアドプション、概念フレームワークの導入といった歴史的ともいえるべきイベントに引きずられる形で、会計情報の意義・目的が、これまでの処分可能利益、返済能力、トライアングル体制といった用語に表徴される「制限」・「拘束」、もしくは制度への「準拠」という専ら企業関係者の観点⁷から、金融商品の時価評価、包括利益といった概念に裏打ちされるような株主等の市場参加者の利害という観点からの情報開示、投資意思決定有用性に移行する、いわば会計の市場化、金融化と言われる転換が起きている。⁹ ¹⁰ これを、フロー概念からストック概念への揺れ戻し

⁶ たとえば金融商品の時価評価に基づく評価益が配当財源に含まれるか等の問題が考えられる。

⁷ 「企業会計の役割は、企業の資本および利潤を正確に測定し、これによって企業の財政状態および経営成績を明らかにし、これを利害関係者に報告するとともに、経営管理の基礎資料として役立てることにある」(黒澤 1975)とあるように日本の会計(学)が当初から投資家という視点を欠いていたとは考えられない。だが、中村(1975)は「会計原則と会計理論は異なり、前者は実務上の慣習から蒸留させたものの体系だが、精密な理論構成に欠ける」と理論性の欠落を示唆する指摘を行っている。それを裏付けるように「日本に会計基準がギルマンの会計コンベンションという形で日本に入ってきたのは戦後である。昭和24年に企業会計原則は誕生したものの、これも基本的にアメリカのSHM会計原則(Sanders, Hatfield, Mooreによる“A Statement of Accounting Principles” 1938)を踏襲したもの」と指摘している。ここから、資本循環とその過程から生じる利益の正確な把握を目的とする意味での会計原則は日本にも従来から存在しているのだが、理論的な礎石が欠落しているため、投資意思決定有用性論自体は目新しいものではないものの、世界的な潮流として時価主義をベースとする会計基準が支配的になるや、それが外圧として作用し、傾け込むようにそれを受容していった可能性はある。実際、時代の下った浅羽(1981)においても以下のような記載が見られる。「企業に取って、株主に対する活動報告は、基本的に、その経営の必要性、財務調査機構の確立という意味をもち、社会的条件に規定されたとしても、結局は企業の利潤追求、資本蓄積目的に基づく行為の一形態として捉えられなければならない。したがって、株主の情報獲得と意思決定は、このような機構の中のひとつの利用にすぎず、債権者保護、投資家保護という会計目的もこの関係のもとで理解されなければならないであろう。」こうした議論が日本ではこの時代に至ってもなされていた点は先述の日本の特異性というものを考える場合に特徴的である。一方、米国では20年代の恐慌から近年のリーマンショックまで金融危機の度に会計不正(あるいは制度不備)がその背景に存在する点が指摘され、33年証券法、34年証券取引所法とSECを中心に会計を含む投資市場環境の整備が社会的至上命題として課され、改革を重ねてきた歴史的経緯がある点とは対比的である。

⁸ 異なる規制当局のルールごとに異なる複数の財務諸表を作成するなどという状況からも投資家の利害が埒外にあった状況が伺われる。

⁹ 会計の憲法ともいえるべき日本版概念フレームワークにも会計情報の意義・目的が投資家の意思決定に資するべきものと明記されるに至った。ただ、利益認識の問題(ストックとフローの調整、包括利益の問題も含む)をどうするのか等、新たな問題をも提起した。

¹⁰ 会計基準を取り巻く国際化の波は70年代初頭頃から国際会計基準委員会(IASC)にも日本が参加することで始まっていたものの、強制力はなく各国に任された実効性はなかった。企業活動の国際化に合わせた会計基準の必要性から国際的な資本市場の保護育成を目的に83年に各国政府機関をメンバーにして(日本は金融庁がメンバー)国際会計基準を統一化する目的に向けた証券監督者国際機構(IOSCO)が設立され、一定の強制力を具備した活動が図られた。IOSCOは2000年にIASCの国際会計基準(IAS)とIFRSをコア・スタンダードと認め、2004年には自己株式取得に関するレポートを発行、現在の自己株式取得にかんする規制にかかわる運用の概要が定まった。なお、意思決定有用性そのものは50年代のRaymond Chambersの時代から会

であると論じることでもできるが、その根底には佐和（1995）の指摘するような、脱工業化の流れから継続する経済のソフト化、サービス化、情報化、金融経済の肥大化、投機化、省資源化という IT 革命、エネルギー革命とも融合する歴史的な経済・産業構造の地殻変動に対応する流れが存在する。

近年の会計学上の意思決定有用性への流れについて、藤井(2007)は、これまでの原価主義を軸とする評価基準が多様化した点、さらに生産主体たる企業の経営者ではなく、資本市場における資金提供者の視点を重視するように（視点の）転換がなされた点を指摘している。これは純利益に至る確固たる計算構造上の枠組みがあって、そこから資本の部に流入するフローが生じる従来の会計観がすっかり様変わりし、最初から純資産の部と名を変えた市場ドリブンな貸借対照表区分から算定される包括利益という概念を指向することを意味する。この純利益から包括利益の転換こそ、実は、会計の主要意義が計算構造から時価主義にサポートされる詳細な企業実態ならびにリスクの開示への転換なのであり、本稿のテーマである自己株式取得、ストックオプションの付与がかかわってくる領域でもある。

会計情報のメインユーザーが経営者から株主へと転換し、その意義が計算から開示へと転換したことは、市場の成り立ちの転換をも伴うものである。つまり、市場はもはや単純明解なロジックによって分析可能なプライシングがなされる場ではなく、経営者の発するさまざまなメッセージを解釈し、プライシングする複雑で予測困難な存在となった。この市場の変貌こそが、金融経済の肥大化が生んだ所産であり、会計情報もまたこの時代の要請に応えるべく変化を余儀なくされている点が本稿の考察のカギとなる。具体的には、経営者のメッセージ（シグナリング）をいかに読み解くかという点が重要なポイントとなる。

第3節 自己株式取得の動機

自社株買いが日本では資本維持の観点から原則禁止されてきた歴史は先述の通りであるが、アメリカでは自己株式取得という行為そのものは禁じられてはいなかったものの、20年代のウォール街の恐慌の反省から「1934年証券取引所法」により株価操作に繋がる行為は厳しく監視・制限されており、そのため80年代以前では取引そのものが僅少であった。少なくとも資本維持などという観点で問題視される事態はほとんどなかった。つまり、アメリカでは先ず何をおいても投資家保護なのである。この点は、日本において企業会計原則にうたわれた資本維持という観点が出てくる状況と比較すれば、出発点から異なる会計観、視点を有していたことに気づかされる。¹¹

その後、1934年の証券取引法（Securities Exchange Act）の10b-18（セーフ・ハーバー・ルール safe harbor rule、後述）で買付状況、時期、価格、数量などから相場操縦に該当しなければ自社株買いは許容されるという同ルールが明文化されると、あたかも（自社株買いが）解禁されたかのごとく、その動きが燎原の火のように広がっていったことは周知の通りである。

自社株買いの動機についてはさまざまな研究事例が報告されている。概ね Dittmer(2005)に記載されている以下の要因が代表的なものとしてあげられる。すなわち、①自己株式にかんする市場での過小評価、②過剰流動性（による株価ボラティリティ、株主資本コストの増大）の対策、③負債比率の適正化（資本コストの調整）、④ストックオプションの付与による株式希薄化への対応、⑤M&A 対抗策、である。これら諸要因の具体的な検討は後述の先行研究を参照されたい。

計の定義そのものにかんする議論の一環として存在していた。

¹¹ 会計基準の設定母体(FASB)がアメリカでは当初から民間組織であったのに対し、日本では2001年に国際会計基準委員会の改組に伴い、加盟国の基準設定主体は民間団体たるべし、というルールが伝えられ、いわば外圧によって、ようやく民間組織としての企業会計基準委員会(ASBJ)の成立を見た。また、基準の設定、修正等の際にも設定主体が一方的に行うのではなく、広くパブリック・コメントを求める場合が少なくない。こうした点にも、会計観の違いが見て取れる。

自社株買いは上述のさまざまな動機に基づいてなされるが、株主との委任関係にある経営者の責務として、結果的に企業価値を下げるような事態が起こり得ないわけではない。この点につき、自己株式取得によって企業価値はどう変化するか、アナウンスメント効果¹²も含めて考える検討が多くなされているが、畠山(2005)の行ったイベント・スタディが代表的な研究として上げられる。

過小評価説の根本部分は、経営者が投資家との情報の非対称性を是正すべく、過小評価になっている当該企業の株式を取得することで、経営者は実際の企業価値が市場における評価よりも高いことを市場に向け、シグナリングを発する含意があるということである。

これを検証するため、畠山(2005)は自己株式の取得とその後の株価の変動から得られる超過収益率¹³から考察を行っている。結論としては、①小規模企業ほど、②時価簿価比率の低い企業（市場で過小評価されている状態）ほど、③そして買い入れ比率の高い企業ほど、自己株式取得のアナウンスメント効果が認められる、としている。¹⁴

ここで興味深いのは、畠山が企業のアナウンスメントだけで市場が反応する（株価が上昇する）ならば、企業が実際に自己株式取得を実施する必要はないと考える場合もある、という指摘である。¹⁵ ただし、市場が株価上昇をもたらす理由、つまり本当に評価しているのは、自社株買いそのもの、つまり EPS の観点からの反希釈化ではないことに留意する必要がある。評価対象の実態は、経営者のその後の企業価値向上へのコミットメントに対する期待感なのである。¹⁶従って、経営者が自社株買いの発表だけを行い、情報の非対称性が克服されたと考えることは現実的ではない。

この点はシグナリングにおける一括均衡（pooling equilibrium）の観点からも考えられる。すなわち、やると言っておきながらやらない、という偽りのシグナリングを継続的に発しておれば、狼少年よろしく市場の信用を失い、将来的にはシグナリングコストが漸増する。そうすれば、やがてシグナリングによって得られる利得が逆に漸減し（シグナリングコストが利得を上回り）、経営者のシグナリングのみならず、企業そのものの信用が毀損されることになる。だから、企業は（最初から意図した）偽りのシグナリングなど発しない、とするものだ。

なお、自己株式取得発表後の株価上昇の効果は（短期的ではなく）永続的なもの（ダモダラン 2003）とする報告もある。ただ、それが一般的に該当するかという点については今後の検討課題となろう。ダモダラン自身は EPS 要因だけでは説明できないとは述べるが、この理由を明確にはしていない。強いて考えるならば、経営者の企業価値向上の「信念」を市場に向けて発し、しかも買い入れコストを負担してまでそれを実施するということで、市場の信用はより強められ、上昇効果が長引くというストーリーが成立し得る。

この論点は Grullon et.al (2002)の配当に関する成熟企業の仮説が参考になる。すなわち、配当額の変更について、一般に考えられているような配当仮説、すなわち業績連動つまり利益額の上昇（下落）に応じて増配（減配）も上下するという状況ではなく、むしろ、いったん増配を決定した企業は比較的継続的に配当

¹² アナウンスメントの含意は株式数減少による希釈化の緩和以外に、自社株の市場の過小評価を是正するだけの根拠を当該企業が有しているという市場に向けた将来収益の増加期待を抱かせる意味を有する。

¹³ あるイベントが当該企業の投資収益力に与える影響を時系列的に観察するものである。市場のインデックスとの比較から超過部分（CAR）の発生状況を観察する。CAR については注 40 参照のこと。

¹⁴ 買入比率以外のこれらの要因はファーマ・フレンチの 3 ファクター・モデルでも用いられるものであり、市場に存在する代表的なリスク要因とされる。

¹⁵ 仮にそうであっても畠山は自己株式を金庫株として用いるならば（財務戦略ではなく投資戦略として考えるケースとしている）自社株買いを実施する意義はある、としている。

¹⁶ たとえば、上場建設業の M 社は 2012 年 6 月 28 日付けで決定した 10 億円を上限とする自己株取得の実施を 2013 年 5 月 15 日付けで中止する旨を公表した。同月 14 日から遡及した過去 10 営業日の平均株価は 101.5 円であり、同月 16 日からの 10 営業日の平均株価は 87.3 円であった。（この中止は最初から意図されたものではないと考えられる）

を維持させる状況にある。この理由として、企業も市場も成長期が終了し、成熟化した、低位安定的なフェーズに入ったため、企業が比較的高い配当を維持することを見出した。ただし、自己株式取得は、短期的な還元止めたい経営者が実施する資本政策であるとされる点で、効果の継続性には疑問が残る。

第4節 自己株式取得の市場評価

自己株式のEPS向上という取得目的だけから考えるならば、取得された自己株式を直ちに消却すればよいことになる。しかし、自己株式取得の目的は、財務戦略の視点から企業価値を向上させるという視点を持つものであるから、ストックオプションやM&Aなどさまざまな資本政策に用いることも可能である。¹⁷ 実際、企業が取得した自己株式を消却しないで保有しているものを金庫株と呼ぶが、¹⁸ むしろこの金庫株を保有することの方が、その後の資本政策に関する何らかの経営者のコミットメントを期待させるという意味から株価にポジティブな影響を与えるケースが多い。

アメリカでは、自己株式の取得と処分は、ほかの株式と同様に、減資を含む出資の払戻しにかかわるさまざまな制約から切断された形で、自由な資本政策を可能にするツールとみなされている。¹⁹ なお、このツールという概念は、IFRS第2号「株式報酬」にも見出すことができる。この規定は企業の受領するサービスなどの対価として、持分金融商品（ストックオプション、株式）²⁰ を現金の代わりに充当する、というものである。こうした発想は、日本では先述の金融ビックバン以前にはなかったものである。

企業側が自己株式取得を行う理由として、市場における過小評価がしばしば持ち出される。²¹ だが、そもそも過小評価されている状況を換言すれば、市場からの出資として調達した資金にせよ、稼得した利益にせよ、現金使途として資本コストを超過する投資機会が獲得できない状態にあることに他ならない。²²

ほんらいであれば、資本コストを超過する利益の創出、株価の上昇こそが、経営者が株主から委任されている項目であるから、自己株式の取得によって株価の上昇を企図する行為そのものが、株主の期待するリターンを伴う事業投資の機会が獲得できない、経営者としての任に耐えないことを公言するようなものである。

しかし、市場は必ずしもそれをマイナスには評価しない。市場の解釈を付度するならば、経営者が市場評価の誤謬に訂正を促すメッセージを発するからには、何らかの（プラスの意味の）根拠があるからだ、と解釈するか、リスクを取って新規投資をするよりも自己株式取得を実施した方が手取り早い株価対策になると評価するかである。²³

¹⁷ 例えば志馬(2015)はROE指標の向上を指向する日本企業が近年は自己株式取得と特殊な転換社債の発行を同時に実施する事例の増加を報告している。

¹⁸ 中村(1971)によれば自己株式という呼び方は発行済株式に對峙するドイツ流の発想であり、金庫株というTreasury Stockの英語訳は経済価値を有する有価証券として扱うことからきているという。後者の場合、出資の払戻しという会計上の観点から前者に比べて欠落している点がこの用語の特徴である。なお、いうまでもなく、金庫株という語は買い戻した株式を消却しないで保有しているものを指す。

¹⁹ アメリカにおいても自己株式が市場操作に係る危険が認識されていなかったわけではない。例えば日本でもよく知られている1934年の証券取引法(Securities Exchange Act)の10b-18に規定されるセーフ・ハーバー・ルール(safe harbor rule)では、外形的・形式的に一律で規制するのではなく、買付の状況、時期、価格、数量などから相場操縦(およびその延長線上にあるインサイダー取引)を含む不正な(特定の存在に利するという意味で)行動ではないと判断される限り自社株買いが許される、としている。ただし、近年ではこのセーフ・ハーバー・ルールがかえって経営者の自己株式取得による市場操作を助長しているという批判も存在する。Lazonick, W. (2014)を参照されたい。

²⁰ equity instrument。「資本性金融商品」とも訳される場合がある。なお、IFRS第2号は現在(2016年1月)修正案が公表されているが、内容はストックオプションの費用化の詳細にかかわるもので、本稿では触れない。

²¹ ヒギンズ(2002)は米国企業371社のCFOの69%が自社の株価を過小評価されていると感じ、過剰評価は3%であったという研究結果に触れている。

²² 配当との比較において税務上のメリットもしばしば言及されるところであるが、現在の米国の税制では適格配当(米国企業からのもの)への課税と自社株買いの帰結としての株価上昇によるキャピタルゲイン(に対する課税)では差異がない。

²³ Vermaelen(2005)によれば、自己株式取得自体と区分し、処分しないで金庫株で保有しているだけでも経営者の将来へのコ

実際、近年の事業環境は急激に変化し、多くの商品や事業は、Big Bang Disruption という用語に表徴されるように、驚くほどライフタイムサイクルが短くなった。²⁴ 市場は悠長に事業や人材を育成する間を待ってはくれない。経営者は世の中に潜む事業機会に気づいて素早く利益が出すか、IPO して株価を上げるか、(他社の成長を) M&A で買い取るか、さもなければ自社株買いをするか、という時間的にも選択肢的にも限られた選択に迫られることになる。

仮にフリー・キャッシュフローをコールオプションにたとえるならば、インザマネーの状態でなければ²⁵、経営者には自社株買いという選択肢しか残されていない。何もしないで溜め込んでいれば、経営者としての責務を果たしていないとみなされ、株価下落か M&A の脅威にさらされる。

テnder オファー (事前に価格、数量など条件等を開示するケース²⁶) を除けば、自己株式取得の多くは (株価への影響を考慮し、数量的な条件は付されるが、買付価格の最も低いとされる) 公開市場買付により実施されるが、株主・市場が自社株買いを評価する理由は株価上昇への期待であり、債権者、従業員など企業の成長と利益獲得に応じた富の分配を期待するステークホルダーにとって、それらの意味での機会損失を伴う自社株買いに対して本質的に好意的ではあり得ない。²⁷

ただ、それには株価を上げるという目的だけではなく、敵対的買収への防衛という意味もある。逆にいえば、敵対的買収の最適な対象は、稼ぐ力が弱いにもかかわらず過剰な現金を保有している企業でもある。多額の現金を保有しながら無為無策であることは、市場価値の観点からすれば継続的な機会損失²⁸を生み続けていることを意味し、市場は割安評価に陥らせ、M&A の標的になることを催促する、という市場の処罰を与えようとする。そうした企業は買収によって、技術力、諸権利等の果実以外に、現金を直ちに手に入れることができる。その意味で買収は擬似的な裁定取引であるともいえる。²⁹

既述のように、自社株買いが株主から評価される根拠のひとつに EPS の改善がある。ただ、それだけで株価が動くわけではない。Damodaran(2015)の指摘するように、企業の全体像を観察する必要があるのだ。つまり、自社株買いが資本コストを下げるような結果にならなければ企業価値の向上は期待できない。その意味で、実施後の ROE、PER の変化、負債比率も併せて観察する必要がある。また、実施前の市場価格が歪んでおれば、その後に株価の歪みの修正が入ることによって、買入れに応じた投資家とそうでない投資家の間に富の移転を生じさせることになる。

第5節 配当との差異

株価対策という観点から、企業側から見た場合の配当との違いも検討しておく必要もある。配当とは資本市場から他人資本を調達して、実物市場で事業を営み、そして利益を獲得することが期待されている会社が、ふたたび資本市場を通じてその利益の一部を株主に分配する営みであり、責務でもある。還元を受けた投資

ミットメントを示すシグナリングであるとして市場は評価する、としている。

²⁴ Downs et.al(2013)参照。

²⁵ 広く NPV またはリアルオプションの見地から将来価値がプラスであると予測される投資、という意味に捉えればよい。

²⁶ 公開買付けともいわれ、プレミアムが載せられている分、買い取り価格は割高になる。また、売買の合意に至らなければオファーされた価値がないことが自ら認めた形となり、その後の株価下落を伴う場合が多い。そのため、テnder オファーは自社に買取価格相当の価値があることを確言している場合以外は受けない場合が多い。

²⁷ Vermaelen(2005)は自己株式取得について投資家、市場を重視するサングロスакソン系の経営観の所産であり、労働組合の力が経営に強い影響を有するドイツでは盛んではないとする文化的な差異からの説明を試みている。

²⁸ 企業が利益を稼ぐことによる株価の上昇、配当に加えて借入金を充当すればさらに増幅できたであろう稼得利益 (Leveraged Payout) まで含まれる範囲の広い機会損失である。

²⁹ さまざまな果実さらには現金を割安かつ低リスクで手に入れられる状況を指す。買収資金を借入金で賄う際に、買収企業の資産を担保にする Leveraged Buy Out(LBO)も確実な果実の獲得が前提となっている意味で、この発想的にこの手法に近いものがある。

家は、配当を分配する事実により利益稼働能力を認め、再び同じ企業に投資する可能性もある。ただ、(再投資する)当該投資家の行為が、市場全体から見た場合の資源の最適分配である保証はどこにもないが。

投資家の評価、利害は必ずしも企業側のそれとは一致しない。多くの場合、企業側は市場での過小評価を挽回、浮動株吸収による株価安定化、現金を過剰に保有することによる敵対的買収を受ける事態の回避、などを目的とする。³⁰ つまり、経営者と株主には常に分配をめぐる情報の非対称性が存在する。自己株式取得では、投資家の再投資は考え難い。³¹ また、配当という行動には一定の不自由さが伴う。株価対策という面からすれば、高い配当は有効であるが、一度出した配当を下げることは、市場の過剰反応を考慮すれば高いリスクがある。さらに、配当は市場に対して一定のシグナルを与える効果が報告されている³²が、経営者の意図が誤って市場にシグナルされて不測の結果をもたらすことも想定できる。その意味で、自社株買いは今限りでありあってもそうした問題が絡む余地は少なく、数年後に余資を企業の成長に向けた投資に振替られる、そして取引コストが低いなど、より柔軟な対応が可能である点で経営者が選択する可能性は高い。

なお、Gurullon(2002)は配当の増加は著しくリスクプレミアムを低下させるが、これを情報の非対称性という点で考えれば、市場は再び配当を減らす場合の市場リスクを克服してまで経営者が増配を行うということは、経営者に何らかの根拠があるから、という(投資家側に)強い確信を発生させている、としている。

上述の点に加えて、自社株買いが配当に比べてメリットがある大きな理由は、既述のように取得した株がさまざまな資本政策に活用可能な点である。消却やそれに伴うメリット³³を除けば、具体的には、組織再編における決済手段となる点、ストックオプションの対価となる場合などである。³⁴つまり、株価上昇が経営者に課された至上命題であるなら、その方法は利益創出以外に、さまざまな資本政策も選択肢となる。

配当のシグナリングが一過性のものではないことに起因する経営者の配当忌避の傾向を考慮しなければ、Vermaelen(2005)の指摘するように、市場における過小評価時には自社株買いを、過大評価の場合は配当を、と使い分ける資本政策を採用することも検討できる。ただ、一般論としては、ペッキングオーダー理論³⁵により企業の資金調達については、負債が株式より優先順位からみて上位に位置する。この理論が教えるところは、経営者と投資家の間に存在する情報の非対称性があり、株式は情報の非対称に根ざすエージェンシー・コストが負債よりも高いがゆえに回避される傾向があるということだ。従って、倒産が懸念される状況にない限り経営者は負債を増やしてでも自社株買いをすると想定される。

増資、配当など資本政策は、この情報の非対称性の克服を意図してなされる。経営者が大きなエージェンシー・コストを掛けてでもシグナリングを行う理由は、この目的を達成しようとしているからである。だが、経営者は市場からさまざまなシグナリングの解釈(時に真意とかけ離れた)を受ける。エクイティによる資金調達は、このリスクに晒される可能性が高い。その意味で自社株買いは、VaRの観点からも配当よりメリットがある。

³⁰ 80年代のアメリカで起きた自己株式取得が増大した原因としては、1934年の証券取引法10b-18の規定(セーフ・ハーバー・ルール)の明文化以外に、当時急増していたM&Aという脅威(Shah 1996)への対策であったとする推定も成り立つ。

³¹ シグナリング仮説。経営者の取る行動により異なる意味がある。例えば自己株式取得なら(経営者が)株価が過小に低いと考えていることを、配当であれば、継続的な利益創出を行う用意があると考えている、などである。いずれにせよ、情報の非対称性の減少に働く可能性はある。

³² Gurullon.G. et.al(2002)参照。また、Vermaelen(2005)は配当を下げることは投資家に過剰にネガティブな期待を抱かせるリスクがあることから、自社株買いが選択される点を指摘している。

³³ 株価にからむ点では一株当たりの利益の上昇(それによりEPS、ROEなどの指標の改善)が期待できる、それ以外では疑義を与えることなく配当を減らすことができるなどの重要なメリットが得られよう。

³⁴ ただし、自己株式取得が中長期的には配当に比して株主価値を損なっているという報告もある。(Boston Consulting Grope 2015) 本稿ではこの論点には立ち入らない。

³⁵ Myers et.al(1984)は企業の資金調達は出資にかかるエージェンシーコストによって順位付けられ、内部留保→負債→エクイティであるとする仮説。

第6節 自己株式取得にかんする先行研究

自己株式取得にかんする先行研究の多くは 80 年代以降、主として米国でなされている。これはいうまでもなく、先述の 1934 年の証券取引所法の改正が 80 年代以降の米国において自社株買いが現金配当に代わり急増させることとなった点に関係する。

これらの研究の主なテーマは自社株買いの意義、実施する企業側の動機である。具体的には、過剰流動性に起因する株主とのエージェンシー・コストの低減³⁶、低株価対策、企業価値向上を狙った負債比率の変更等があげられている (Oztekin et.al 2014)が、実態的には、当初は流動性を放置し、リスク投資を怠ったことで M&A の脅威を招いた経営者の対抗策としての意味が大きかったと考えられる。

投資家の利害を優先する観点で市場ルールが適用されてきた歴史的経緯を有する米国では、多くの研究にもそれが見て取れる。つまり、規制行政とは経営者と株主という情報の非対称性という壁に隔てられた対極的な市場におけるプレーヤーを前提として、圧倒的な情報量と権力を持つ経営者から投資家をいかに保護するか、という観点でなされる。その意味で、自社株買いを行う経営者の判断が株主価値から考えて合理性を有するかどうかを検証するものが多いのも理解できる。³⁷

一方、近年は米国でも高まりを見せる格差社会への批判と絡め、自社株買いに批判的な研究も多い。その代表例が Lazonick (2014)である。一般的に自社株買いは株価を上げる効果が期待できるものとされるが、Lazonick (2014)は企業の中長期的な成長、株主価値の観点からこの視点に以下のような批判を行う。

アメリカの上位 1 % の高額所得者を占める企業経営者は、2012 年度の平均で 30.3 百万ドルの報酬を手に行っている。そのうち 42% はストックオプションによるもので、41% はストックアワードによるものであるが、³⁸ 彼らは固定報酬を高くすれば生じる批判を回避するかのごとく、また株価を上げさえすれば良いだろうと言わんばかりに、配当や自社株買い、とくにストックオプションの原資となる自社株買いに執心している。さらに、企業利益は再投資されてこそ成長につながるが、EPS などの効率性を意識し、存在の縮小化に費やすことは、設備投資、雇用拡大等本来の意味での成長を削ぐことになる。結果的に、社会的な富の偏在を助長することになる。

加えて、多くの自社株買いが割高な価格でなされ³⁹、その結果、株価が高止まりし、多くの株主に高値売抜けの機会を提供することとなり、結果的に長期ホルダーの株主価値を毀損している点、安価で取得すれば得られたであろう M&A などストックオプション以外の自己株式を活用したさまざまな資本政策について機会損失を生んでいる、など意図していたはずの株主価値向上という視点からも問題のある行動であると論じている。結論として政府による自社株買いの規制を強く主張する内容となっている。

こうした批判に対し、Damodaran(2015)は市場自由主義者ともいべき立場に立ち、多くの自社株買い批判に反論している。自社株買いをする企業の方が、しない企業よりも設備投資を積極的に行っている点、自社株買いの対価は他のより効率的な企業の株式投資に向けられ、経済の効率性に資している点などを根拠

³⁶ エージェンシーコストの事例として、先述の配当を受けた株主が同じ会社に再投資をする「ムダ」などもあげられるが、基本的には経営者の行動に対する投資家の「読み違い」に起因するコストである。

³⁷ 会計の市場化については既述の論点であるが、ここから改めて米国における会計というものの意義があくまでも市場価値の評価ということに対して資するものであるかどうかという点にあること認識されよう。

³⁸ スtockオプションは付与されるもの株式を購入する権利であり、ストックアワードは株式そのものである。インセンティブという点では同じだが、メリットは付与される数量からストックオプションにある。つまり、単なる権利に過ぎないオプションと違いアワードは株式そのものである。会社はアワードの付与数を少なくし勝ちで、受領側には魅力に乏しい場合が多い。ただ、相場上昇がある程度期待できなければ、逆にオプションは魅力を失う（アンダーウォーター）。そうした市場環境ではアワードをインセンティブの主力とせざるを得なくなる。

³⁹ 敢えて割高で買うという意味ではなく、株価が市場で過小評価されていることへの対策という自社株買いのほんらいの趣旨から逸脱して、値段に関係なくとにかく買う、という意味と解せる。

に、自社株買いを規制することは（富の偏在などの別の問題の）解決にならないとの見解を示している。

また、Vermaelen(2005)は自社株買いが直ちに企業価値、CAR(累積残余利益⁴⁰)、株価の上昇に連動している、と判断することへの検証手法上からの異論も存在することを指摘している。例えば、時価簿価比率から割安評価されている企業は、いつか（平均的な価格に）回帰するとされるが、自社株買いがその契機になっているに過ぎないとするもの、自社株買いと一定期間経過後のCARを分析する場合に、企業数の変動で処理するのではなく、変動時価総額の変動で考えるべきだとするもの、時価総額の小規模な企業について、CARの変動がもともと大きい傾向にあり、自社株買いだけで説明するべきではないなどの批判である。なお、これらのうち、時価簿価比率、時価総額の要因についてはファーマ・フレンチの3ファクターモデル⁴¹に由来するものである。

第7節 借入金と自己株式取得

特殊なケースとして、借入金で自己株式を取得する場合の企業の価値についてはどう考えるべきであろうか。この財務行動の目的は負債比率の変更、資本コスト低下など株主に有利な状況が考えられるが、Penman(2010)は、借入金を用いて自己株式取得を割高な価格で行った場合、株価の修正局面での企業の信用リスク毀損の可能性を指摘している。一般的には借入金による資金調達、既述のペッキングオーダー理論によれば、エージェンシー・コストの観点から、増資がもっとも割高かつリスクが高い手法であるとされるため、経営者は資金調達の手法としてこれを回避するのみならず、自己株式取得という行動で（自己資本を）負債に置換することによって、負債比率を一定以下にする、すなわち割高かつ高リスクのエクイティの保有割合をも低下させようとする動機を有している可能性がある。

この点、Damodaran(2014)は、同じ自社株買いでも負債比率によって市場の解釈が異なる点を指摘している。負債が少ない企業はポジティブに、負債が多い企業はネガティブに捉える点を指摘している。

経営者の信念と既述の視点では、借入金を行ってまで自社株買いを実施することに経営者の強固な意思を認めるが、それが取って高値においてすんなりされることの意図の解明は検討課題となろう。

第3章 ストックオプション

第1節 ストックオプションについて

以下、自社株買いで得られた金庫株の用途としてのストックオプションを検討する。ほんらいオプションは商品などの先物取引と同じように、変動する利益をヘッジする機能を持つ。これを通じて、ボラティリティ、資本コストを低減させ、企業価値の向上をはかるものである。

しかし、ストックオプションとは、そうした位置づけのものではない。経営者や従業員への業務遂行へのインセンティブ報酬として付与されるもので、有償の場合も、無償⁴²の場合もある。オプションとしての片務性、すなわち行使が義務ではないことによるワンサイドの利得獲得が可能であり、その性質を持分金融商品の特質、すなわち企業業績と連動して変動する価値への請求権と連動させることで、情報の非対称性によって阻害されていた株主と経営者の利害のアラインメントを図ったのである。日本では平成14年の商法改正から新株予約権の一種という位置づけとされ活用されているが、費用化にかんする会計基準が定められた

⁴⁰何らかのイベントにより生じ、未だ「織込み済み」とされない市場の「期待」（資本コストまたは日経225などのインデックス値）をアウトパフォームするリターンを残余リターンというが、バイアスやノイズが混入している可能性もあるので、一定期間の累積的な値を観測することが慣習的になされる。

⁴¹ 同モデルの残るもうひとつの要因は当該企業のリスクプレミアムである。

⁴² 無償とは権利行使時の払込金額が無償を意味するものだが、オプション分の価値は存在する。

のは平成17年からである。⁴³

新株予約権⁴⁴とは被付与者が払い込みをして初めて権利が行使され、株主たる地位を獲得するものである。しかし、会計的にはストックオプションの付与時から（権利行使時ではなく）会社には費用計上が義務づけられている。⁴⁵ 費用計上を巡っては、権利付与者が権利行使しない場合もあるので価値算定が困難（Horngren et.al 1999）、費用計上すれば利益が圧縮され、業績向上を意図したはずのストックオプションの趣旨が損なわれる、オプション価値は株式市場価格と連動するが、それをもって被付与者の提供するサービスの対価とする原価的根拠は脆弱、会社財産の流出を伴わない費用化は費用認識の条件を満たさない（醍醐2009）など、多くの批判がある。これらは、主として金額算定の公正性、費用化そのものの根拠の脆弱性にかんするものである。ただ、この論点は本稿の趣旨とずれるため、これ以上は立ち入らない。

会社法では株式の発行について、会社の設立時に発行される株式（設立時発行株式）と、設立後に発行される株式を区分しており、新株の発行は設立後になされるものとされる。なお、ストックオプションの原資という観点から考えれば、上述のようにこの新株の発行以外にも取得した自己株式（金庫株）を充てることが可能である。この新株の発行と自己株式の処分は、法的には株式の「発行」の上位概念たる株式の「交付」に該当する。

なお、アメリカではストックオプションは株式を報酬体系の一部として交付するという伝統に基づくさまざまなプラン⁴⁶の一部を形成するものとなっている。

アメリカにおけるストックオプションにかかわる会計基準については、その制定まで多くの議論が展開された。新しい金融商品の登場に会計がどう対峙していったかを知るためにも、ここでその経緯を簡単に振り返っておく。⁴⁷

この制度に対し、古くは1972年に出されたAPB(Accounting Principle Board)Opinion No.25が出され、基準が与えられた。このOpinionではストックオプションが報酬なのか、貯蓄なのかという区分に論点があった。だが、それより大きな問題は費用化の方法だった。このOpinionはストックオプション交付時に交付企業に内在価値（Intrinsic Value）での費用化を推奨するものだった。（この時点では強制適用ではなかった。）内在価値とは交付時時価⁴⁸と権利行使価格との差異を意味するものだが、もし交付時点での計上を要求すれば、交付時にはオプションはインザマネーではない状況（アウトオブザマネーまたはアットザマネー⁴⁹）の場合も少なくなく、費用化の趣旨になじまないルールだったとされる。

その後、アメリカの財務会計基準委員会（FASB：Financial Accounting Standard Board）ではこのAPB

⁴³ 企業会計基準委員会による「ストックオプション等に関する会計基準」で費用計上が課された。

⁴⁴ 神田（2008）は、新株予約権の目的としてストックオプション以外に純粋な資金調達、株主優待のため、買収防止策の3点を上げている。

⁴⁵ 費用は付与時から権利確定時にかけて配分される。仕訳は、借方に株式報酬費用、貸方に新株予約権を記し、行使時に借方に新株予約権、貸方に資本金となる。配分方法は付与時のストックオプションの公正価値に経過勤務期間/対象勤務期間を乗じたものから過年度に費用計上したものを差し引いた金額である。

⁴⁶ このプランには被付与者が直接的に現金を支払うものと、給料から天引きを行って支給するものがある。米国では具体的な仕組みとしてストックオプション以外にも、stock purchase(ESPP)、stock thrift、基金化するもの、など貯蓄制度に組み入れられているものがある。無償またはほとんど無償で支給されるものもあれば、被付与者の会社への貢献に応じて付与される仕組みのものもある。ストックオプションには両方のケースがある。また、報酬の性格を有するもの、貯蓄の性格を有するものがある。米国では1972年のAPB Opinion no.25制定以降、この区分を巡っては、課税の問題と絡めて議論がある。

⁴⁷ 詳細はMarthinsen,J.(2008)に詳しい。

⁴⁸ 基本的には市場価格だが、ブラックショールズモデル、二項モデル等の公式による算定価値も許容されている。（算定方法の許容範囲はSECのSAB(Staff Accounting Bulletin) 107を参照されたい）ただし、この公式は期間最終日の行使を認めない前提（ヨーロッパ型）であるのに対し、多くのストックオプションは期間内なら自由に行使できる（アメリカ型）である等の齟齬があり、正確な価値の算定はなお困難がある。

⁴⁹ 時価によるオプション状態価値を指す。アウトオブザマネーとは権利行使してもマイナス価値しかない状態、アットザマネーはプラスマイナスがゼロの状態を指す。

Opinion25 の求めた費用化という基本的な発想は踏襲しつつも、実務上の問題を鑑みて Rule123 を公表し、時価での費用計上を求めようとした。FASB は当初、全ての企業にこのルールを適用しようと試みた。しかし、企業側から猛烈な反発を受け、見直しを迫られた。結局、内在価値、時価の選択制（時価を選択した場合は注記で差額の利益を開示する）というところに落ち着いたのだった。

しかし、これら2つの方法を選択的に併存させるのでは、財務諸表の比較可能性に問題が生じる、との批判が生まれた。さらに問題とされたのは、会計利益と経済的利益⁵⁰の差異という点である。経済的利益は機会費用のような広い概念を含むものだが、この論点ではある程度限定される。すなわち、ストックオプションの少なからぬ部分が付与時にはインザマネーではないことから、仮に内在価値による費用計上を行えば、事実上、会計費用を損益計算書に計上することなく財務諸表が作成されることとなり、多くの場合、実態よりも多くの利益を計上する、という帰結を示唆している。これは投資家の意思決定有用性をもっとも重視する概念フレームワークの観点からも容認し難いものだった。

エンロン事件など 2000 年前後の IT バブルに伴う諸々の会計不正への反省を促す世論、SEC からの US-GAPP 適用の強い要請などもあり、FASB はこの Rule123 を 2004 年に改訂し Rule123(R)と改めた。それでも、この改訂はまだ十分な強制力を有さなかったのだが、ついに 2005 年 7 月以降の会計年度（多くの米国企業は 2006 年第一期から）以降は、費用化の方法の選択制（注記すれば良い等の選択も含む）も認められず、時価による費用化、それも損益計算書経由が強制適用というより厳しい条件が課されたのである。⁵¹いわゆるノーワーク合意⁵²を継承する形で、現在はこの方法が IFRS においても適用されている（すなわち国際的にもこのルールで統一化されることとなった）。

なお、Brockman P.(2015)によれば、FASB の Rule123R の強制適用により、少なからぬ企業において、従来ほど魅力的な報酬提供の方法ではなくなったストックオプションの付与から他の役員報酬体系⁵³に移行しているという。

第2節 ストックオプションの実効性

ストックオプションの業績向上の動機付けとしての実効性はしばしば議論されるところであるが、特にリーマンショックにかんし、経営者への過剰なストックオプションが原因の一端となったとする論調が散見されるようになった。この点はオプションという片務的な商品の性質にも理由の一端はある。つまり、通常のコールオプションや転換社債のように、アンダーウォーターならオプション行使しなければよい。しかも、経営者は通常のオプションの付与者や株主と違い、個人的なリスクを取ることなく、株価が上がれば大きな報酬が得られる機会を与えられた状態でありながら、企業経営のリスクを取ることができる立場にあるということだ。もちろん、業績不振を招来すれば解任リスクはあるのだが。

Davis(2009)によると、リーマンショック前に多くの企業で利益の一定割合をボーナス枠としてプールし、業績に応じて経営者に分配する制度が採られていた。⁵⁴さらに、平均的なニューヨーク市場上場企業の経営者は株式1に対し、5倍のストックオプションを保有することで、最大限のリスクを取ろうとする動機が働いたのではないかと指摘している。こうした状況が経営者の過剰なリスクテイキングを誘発したという見解だ。

⁵⁰ 経済的利益は機会費用を含む概念とされるが、簿価と時価の差異を生じさせる要因であるとする解釈もある。

⁵¹ 日本では 2006 年 5 月以後に付与されるストックオプションに適用されている。

⁵² 2002 年に、FASB・IASB 間で、IFRS と米国基準の中長期的なコンバージョンで合意した。（FASB 所在地からこの名称で呼ばれる）

⁵³ この規制にカバーされない Restricted Stock Unit(RSU)など。

⁵⁴ 結果的に年間平均 40 百万ドルがボーナスとして支給されたという。

Kato et.al(2005)は日本企業について経営者ストックオプションの実効性にかんする調査報告を行っているが、この論文では、欧米の論文とは異例ともいえるべき点、つまり日本企業の経営者が会社に対し強い忠誠心を有している点を述べている。この文化的な背景は日本企業の状況を考える場合に欠くことのできない要素である。

ストックオプションにせよ、株式の付与にせよ、制度的に私としての個人と会社経営者としての立場を明確に区分する発想上に成立する欧米の社会文化を前提としたものだ。一方、日本企業の経営者は基本的に従業員上がりであり、「わたくし」的な部分を「権利」として主張することは許されない、滅私奉公の風土・文化を植え付けられて育ってきた背景がある。

そこでは、ストックオプションなどという「私」の利得の動機付けを、会社という「公」の動機に転換あるいは混同させることは一種の禁忌のような行為である。そうしたものがなくても忠実義務を果たすことは当然、とする企業風土が存在する。⁵⁵ ⁵⁶ ところが、金融庁の主導するコーポレートガバナンスコードでは、日本企業でも役員報酬体系の見直しとともに長期インセンティブの本格的な導入が具体的な手法とともにうたわれているが、どこまで実効性があるかは未知数である。

既に記したように、制度的に欧米型の企業の役員は常に株主から解雇されるリスクに晒される文化である。それがゆえに短期的視野という批判を省みず、利益至上主義経営が改まるどころかますます加速している。そもそもストックオプション制度とは、このように経営者が絶えざる解雇リスクにさらされる状況下においてこそ機能する制度的な対価でもある。

そうした観点からすれば、終身雇用制度の下、雇用の保証がされている日本企業では、尾崎(2015)が指摘するような退職金待ちの経営者による事なかれ主義的リスク回避が蔓延するのは当然である。こうした状況に唐突にストックオプション制度だけを導入しても、意図したような経営者のリスクテイキング的行動につながらない可能性もある点は考慮すべきである。

実際、Kato et.al(2005)の報告はまさにこの点を裏付けるかのような結果である。まず、所有株数であるが、オプション付与後に付与された株以外の所有株はコントロール⁵⁷に比べてわずかに減っているが、オプションで付与された株は大幅に増加、つまり売却していない。つまり、権利行使による売却益を得るという行動に積極的に結びついていない可能性がある。

次にストックオプションによる利得を最大化するために配当を制限するという機会主義的行動が観察されるかという試行では、米国の研究事例でそうした結果が確認されていることを上げた上で、日本ではそうした形跡は確認できなかったことが報告されている。

一般にオプションの付与者の権利行使によって株価のボラティリティが生起されると想定されるが、米国の研究事例で該当報告があることを確認した上で、日本企業ではオプション付与後の株価ボラティリティと有意な関係は何ら認められなかったとしている。

この点、対照的な報告がChauvin, K. et.al(2001)である。この研究ではアメリカで780社あまりのストックオプション付与のタイミングを観察し、経営者は株価が異常な下落を示した時を狙ってストックオプションの付与を行うという機会主義的行動が統計的に実証された、としている。これは、株価の変動を外部者よ

⁵⁵ あくまで伝統的な大企業であり、ベンチャー企業、新興企業においては該当しない。全上場企業は3,509社(2016年1月)が存在するが、ストックオプション制度を導入している企業数は、2010年から2014年の5カ年で、それぞれ383、405、448、476、535社と着実に増加を見せている。

⁵⁶ こうした状況も既述の会計の市場化という国際資本市場からの強い要請によって生じている現象の下、変化が予想される。すなわち、金融庁主導のコーポレートガバナンスコードにおいてストックオプションのような長期インセンティブの導入を経営者の報酬体系に含める点を求める形になっているからである。

⁵⁷ ここではストックオプションプランを採用していない企業の役員を指す。

りはるかに高い精度で予測し得る内部情報を有する経営者がインサイダー取引に抵触することなく、付与タイミングの操作で利得を得る一種のインサイダー取引であるとの指摘を行っている。

次いで、オプション付与後の企業の収益性の向上であるが、Kato et.al(2005)は指標として ROA を用いている。結果的には、同様に米国の事例では妥当する（成果向上があった）ことを確認した上で、日本企業でもコントロールに比べ明確な業績向上が確認された点を報告している。ただし、この検証の時期が 1997 年～2001 年と IT バブルが過熱していた時代である。当時ストックオプションを導入していた企業には情報通信分野を中心とする比較的新興の成長企業が多かった点でバイアスが存在していた可能性はある。

これとは対極的な報告が米国においてなされている。Ouyang(2015)は 1990 年から 2006 年までの米国企業の一般従業員に対するストックオプションの付与とその後の企業業績の関連性を調査し、ほとんどの企業においてストックオプションが生産性向上に寄与していない、という結果を報告している。

一方で、Cohen et.al(2000)は役員へのストックオプションの付与とその後の企業のリスクテイキング行動に有意な関連性が見出され、また株主価値の毀損にはなっていないとも報告されている。

以上、これまでの状況を概観すると、米国では状況の判断は分かれるものの、日本企業では業績を除く、経営者のストックオプションへ活用の姿勢は積極的なものであるとは言えない状況である。

ストックオプションの実効性という観点から、この制度の趣旨を改めて考えると、所有と経営の分離に起因する情報的・利害的な齟齬を調整する機能が期待されていたはずである。しかし、多くの研究では、経営者の機会主義的な行動、つまりそうした齟齬を拡大させているのではないかという仮説の検証がなされる趣旨のものが多く、実はこうした仮説は PAT(Positive Accounting Theory)の領域にかかわるものである。PAT とは何であろうか。Scott,W.(2002)に従ってその定義を記すると、「PAT (Positive Accounting Theory)とは企業経営者が、選択する会計処理方法について、また当局から提示された会計基準に対して、どのように対応するか予測することに関わる理論である。」つまり、経営者の機会主義的行動を会計の視点から分析するものである。

PAT そのものは、同名 (Positive Accounting Theory) の Watts,R. et.al(1986)の著作を嚆矢とする理論である。そのエッセンスは会計基準がどのように現実の経済取引に影響を与えるものかを実証的に考察する理論的体系である。例えば、本稿でも扱った FASB の Statement123(R)の強制適用により、経営者がストックオプションの付与を回避し、Restricted Stock を増加させている、という現象をそうした文脈で解釈することが該当する。また、本節で扱う「経営者ストックオプションの実効性」というテーマそのものもまた包摂される領域である。

だが、わざわざ PAT を持ち出すまでもなく、経営者が私的動機に基づいて行動するのは当然に予測されることである。日本企業の経営者にはストックオプションがモチベーションにならない、という検証結果があったとしても、それはストックオプションによって得られる利得より、私的利益を追求することで Peer Acceptance を失うという損失の方が大きいからに他ならない。その意味で、見かけは異なっても私的動機の充足という基底部分において日米企業の差異はないと考える。

第3節 日本の自社株買いとストックオプション付与の状況

ここで、日本のストックオプションの状況を確認しておく。まず、日本における自社株買いの実施金額(2014 年には 4.3 兆円)は、米国 (S&P500 企業だけで同年に 5,650 億ドルが実施) に比べてかなり小規模である。⁵⁸

⁵⁸ わが国の自社株買い分野の研究としては、自社株買いと株価の関係に注目した畠田(2005)、シグナリング効果やエージェンシーコストに注目した岩坪ら (2012)、配当と自己株式取得の市場反応の比較を検討した石川(2007)などが存在する。

その理由として花枝ら(2008)は、上場維持のための配当重視、株価安定化のための株式持合い等の理由をあげている。ただ、上述の米国のような状況が生じていないから望ましいとは言えない。株式持合い、M&A等を含む自己株式を活用した資本政策に消極的であることは、経営者として株主の付託に応えていないことを意味する。この問題の本質は、低い資本効率の経営に陥っている企業であっても、わが国の市場が何の罰も与えない、少なくともかつではそうだった、ことにある。⁵⁹ これはわが国の資本市場としての効率性の低さを示すものだが、こうした状態が企業の存続や、経営者の地位に何らの影響をも及ぼさないとすれば、市場モラルハザードが生じているのである。

そうした状況から考えれば当然だが、わが国では役員報酬の一環としてのストックオプションは米国に比べ、かなり少ない。制度として存在はしていても、従業員ストックオプションより多少額が多い程度である。だが、業績連動型の役員報酬は、ほんらい資本市場の活性化と効率化につながる、経営者のリスクテイキング投資を促す意義がある。株価上昇という点で、所有と経営がゴールの共有化させ、エージェンシー・コスト低減を狙う機能があつたはずである。

そうした理念にもかかわらず、わが国企業においてはストックオプションの前段階ともいべき自己株式の取得・保有も、平成13年の商法改正による原則自由化以降ですら、依然として米国に比べれば規模的には10分の1程度の水準に留まっている。

さらに、処分方法としてのストックオプションについても、経産省(2015)の調査によれば、米国では上場企業CEOの業績連動型報酬の総報酬に占める割合は約90%、報酬総額は円ベースで18億円(Lazonic(2014)によれば30.3百万米ドル)にも及ぶのに対して、日本の上場企業の社長の報酬は、それぞれ17%、6,800万円と多めに見積もっても米国の25分の1以下に過ぎない。

これは格差社会の観点からは望ましいことである、あるいは単に企業文化の差である、と単純に片付けられる問題ではないはずである。そもそも日本型経営、日本の企業文化といわれるものの多くが、信用割当のような市場均衡メカニズムと、土地本位制という、おおよそ資本主義の根積たる市場原理から乖離した金融制度に基づき、グローバル競争を回避した状態でも存続可能、という異様な状態が温存されてきたところに問題の根がある。しばしば失われた〇〇年という言い方もされるが、金融システム救済のための長期にわたる異常低金利の下、競争力のある経済主体に甚大な経済成長の機会損失を生じさせてきたのである。こうした状況下にあるわが国では、非効率な資本収益力しかないのにリスクも取らないとしても、それがむしろ自然であり、経営者の意思決定に高いリスクプレミアムを付加するなど、どこか理想に先走った空疎な議論にすら思える。これが市場モラルハザードが導く帰結としての市場の失敗の姿であり、市場モラル崩壊の姿である。

だが、こうした悲観的な状況にも変化の兆しが見え始めている。皮肉にも、かつてのような圧倒的な技術的優位に基づく膨大な貿易黒字が得られなくなることによって生じている状況である。新興国の台頭に伴う日本企業の競争優位性の漸減と内外市場の競争激化、いっそうの資本市場の国際化、経常収支の劣化、そして国家債務の対GDP比での増加などの問題を背景に、企業がこれ以上長期にわたり非効率な経営を継続することの限界が見え始めた。

昨年6月に策定された政府の新成長戦略で、欧米企業に比べ著しく低いレベルに留まるわが国企業のROEを高めるべきとの提言がなされた。⁶⁰ 加えて先述のコーポレートガバナンスコードが導入され、長期インセンティブ設計の見直しが起これば、自己株式取得やストックオプションの目的が明確化され、経営

⁵⁹ 具体的には株価下落に引き続いて敵対的買収に晒される、株主総会で役員が解任される、などの状況が考えられよう。

⁶⁰ 2014年の新成長戦略、経産省のいわゆる「伊藤レポート」の双方でROE目標値8%が掲げられたが、それでも米国の22.5%程度に比べれば相当に低い状態である。

者のリスクテイキングの動機として浸透し、この制度が広がる可能性も期待される。ただ、既述の通り、法的にも制度的にも雇用体系に大きな違いがある外国の制度をそのまま導入して、どこまで機能するかは依然未知数ではある。

第4節 日本企業のストックオプションにかんする先行研究

日本企業のストックオプションの株主価値への影響を包括的に調査したものとしては先述の Kato et.al(2005)の研究がある。だが、多くは自社株買いとストックオプションの影響を個別に調査するもので、それらを包括的に検討した研究としては柴(1999)など限定的である。

特に、わが国では実施数量の過小さから、自社株買いとストックオプションの行動の実態的同一性ともいふべき関係が資本市場で論じられることもないが、米国では自社株買いの動機のひとつの大きな理由は役員ストックオプションである (Jolls 1995) とする見解があることは興味深い。⁶¹

わが国では役員の多額報酬がしばしば問題視される米国と比べ、富の偏在の議論と絡め (課税にかかわる議論、脱税がらみを除けば) その額の僅少さからストックオプションの付与そのものが非難されることは少ない。だが、既述のように、こうした状況が健全な資本市場としてのあるべき姿ではあると言えない。「(日本企業の) 固定報酬の比率がきわめて高いことは、経営者が適切なリスクを取ることなく事なかれ主義で任期を全うしようという動機を強めているのではないかという懸念を招いている」(尾崎 2015)という批判が示すように、米国では1930年代に既に確立していた所有と経営の分離、専門家による経営という理念が骨抜きにされることで、投資家、市場に大きな機会損失をもたらしてきた可能性があるからである。

わが国企業におけるストックオプションの付与は少なく、研究対象として考察される機会も米国に比して多くはない。Kato et.al(2005)や花崎ほか(2008)は、その数少ない研究例と言える。

花崎ほか(2008)では、ストックオプションの付与と企業収益(ROA、ROE で計測) には明確な関係がないことが報告されている。つまり、日本企業のストックオプションはインセンティブとして機能していない状況が示唆されている。

一方、Kato et.al(2005)では、既述の通り、経営者のこの制度への消極的な姿勢が浮き彫りになった点に加え、コントロール企業群に比して業績向上が確認された点を報告している点で対照的である。ただし、日本企業のストックオプションでもこうしたインセンティブが機能する可能性のある余地を消去法的に示したものである。そこで具体的に機能しない企業として、レバレッジの高い企業を上げている。つまり、金融機関等のモニタリング機能が既に存在する企業では、こうしたインセンティブはリダundantであり (導入そのものが困難であろう)、債権者から見ればリスクテイキングは短期的には債権者価値を侵すものと映るようである。従って、結論としては、新興の成長企業に限り、株主価値を毀損せず機能する可能性が示唆されている。

第5節 債権者の観点から検討するストックオプションの経済合理性

わが国の企業の経営環境を考える場合、自己株式取得の債権者への影響を検討する必要があると思われる。それは、長らく間接金融による資金調達を主たる方法としてきた多くの日本企業において、債権者が特別な影響力を持つ存在であったからである。

理論上 (無関連性命題⁶²)、負債比率は企業価値に無関係とされるが、処分方法としてのストックオプシ

⁶¹ もちろん、取得自己株式が全てストックオプションの原資になるわけではない。米国では、Lazonick,W.(2014)によると、自己株式取得の金額は役員のストックオプションの額の2倍程度とされる。

⁶² モジリアーニ・ミラーの定理を参照。

ョンが狙い通りに活用されれば、経営者のリスクテイキングへの動機付けが発生し、すくなくとも暫時的には株式価格・オプション価格の上昇と債券価格の下落が予想され、この観点から経営者のストックオプション行使により、社債権者から経営者への富の移転がなされている (Defsc0 (1990)) と指摘する研究も存在する。またさらに、負債比率とオプション価格に関連性がある (Westerfiled 2007) とする報告もあるが、そのメカニズムは同じものである。しかし、これらはオプションの付与と株価の上昇に有意な関係が見られれば、ということである。一般には、所有者と経営者のエージェンシー関係が基底に存在するものの、負債が一定割合を超過すると経営者は倒産を恐れるあまり投資に消極的になり、結果的に債権者のみに有利な結果をもたらす Debt Overhang という現象が知られている。つまり、過剰負債の下では経営者はリスクテイキングに消極的になるためストックオプションがリスクテイキングのインセンティブとして機能しない可能性もある。⁶³

さらに、これとは対極的な状況が債権者に生じる可能性もある。すなわち、エージェンシー関係にある経営者が何らかの強いプレッシャーを受けた場合、例えば利益を上げられなければ解任される、といった状況の場合、経営者は窮鼠猫を噛むような、すなわち一発逆転を狙うかごとき著しく高いリスク投資 (しばしばリスクの高さを認識すらしないまま) に手を染める場合があるという経験則が知られている。これは一般に Risk Shifting と呼ばれる現象である。つまり、このような状況下では、すでに財務的に困窮している状況にある債権者が、いっそうのエンティティの返済可能性低下に直面する。しかし、すでに極限状態の財務状況は株価が織り込まれており、ダウンスайдリスクが排除された株価レンジに入り (場合によっては想定外のリターンが得られる可能性を残しつつ)、リスクが株主から債権者に移転する帰結をもたらすことが知られている。⁶⁴

これらは負債の極限的な状況であるが、一般的な場合はどうであろうか。多くの批判はストックオプションの付与および行使に経営者の私的動機が内在すると考えられる点を問題視するものであるが、ほんらいは、経営者の私的動機と株主の私的動機を同期させることにこの制度の趣旨があるはずである。つまり、経営者の私的動機を充足させずして、株主の私的動機を満たすことができないとすれば、上記の点を問題視すること自体が矛盾しているともいえる。むしろ問題は、1円オプションを除けば、オプション行使価格の設定である。⁶⁵ つまり、それが有効に機能するためには株価が恒常的に上昇している必要があるが、現実には不可能な仮定であることから、Baker,T. et.al(2003) (後述) が指摘するような経営者の利益操作仮説まで浮上するのである。

ストックオプションの付与が資本政策の面から債権者にはどのような影響を与えるか以下のケースで考えてみる。すなわち、企業が成長のための資金を、過剰な自己株式取得により資金流動性を喪失させた結果、負債に依存するしかない場合と、成長を度外視し、負債を増加させてまで自己株式取得を実施する場合とがある。

前者では既述の過小投資という問題が生じる可能性が考えられる。後者では、情報の非対称性にもとづく経営者モラルハザードが生じている状況であるから、上述の過小投資の可能性もあり得るが、さらに情報の非対称性が拡大し、投資家の逆選択といった状況も生じる可能性がある。そうなれば、企業は倒産を逃れるためには、通常のリスクとリターンが機能する市場原理以外の特殊な方法によって資金調達をするしかなくなる。

ただ、通常であれば市場で見限られた存在は消滅を余儀なくされるが、市場そのものが効率的ではない場

⁶³ これは過去の失敗プロジェクトに優先的に吸収されるために、新規プロジェクトのメリットが得られなくなる現象を指す。

⁶⁴ 新井(2006)を参照されたい。

⁶⁵ 付与対象者にかかる税制の問題は本稿では除外する。

合、例えば日本のかつての金融市場がまさにそうであったが、信用割当などの方法によって資金供給がなされ、非効率なエンティティであっても温存され得る特異な環境が存在する可能性がある。その場合、こうした分析そのものが成立しなくなる可能性は付記しておく。

また、この論点は会計処理の問題にも拡張されて議論され得る。つまりストックオプション(新株予約権)が経済的権利を有するものとして借方側で(公正価値の算定方法という論点を除けば)費用計上されることはさておき、貸方側で行使されるまで暫定的に留め置かれるという形で純資産の部に属することに対する議論、という従来から存在する区分上の問題である。^{66 67} これが「ストックオプションの行使に伴う株数の増加が希釈化により株価の下落を導出するという一般的な予想に反し、株式以上にハイリスクハイリターン構造を持つことから負債とは考え難い」(Barth 2013)ということから、この問題が単に区分峻別の議論に留まるものではなく、「ストックオプションが経営者により高いリスクを取る行動を促すことで株主と債権者の利害相反を激化させる」(Brockman P. 2015)を有するという含意する問題として論じられるのである。

債権者の利害という点では、ながらく間接金融が実態的な資金調達主体であったわが国の特殊な企業金融のあり方を鑑みる必要もある。すなわち、安定的な回収を考える金融機関が、経営上のリスクテイキングを促すストックオプション付与に好ましい姿勢を有するとは到底考えられないということである。⁶⁸ ただし、Brockman P. et.al (2015) は、損失の可能性にかんする情報開示を適時に行っている企業については、財務構造的に高いレバレッジを維持することも可能であると指摘している。さらに負債、エクイティの垣根が低くなった結果、両者が近接する金融商品の設計も可能であり、エクイティによる市場での評価リスクを回避したい経営者と市場価値の上昇時にはメリットを享受したい債権者の思惑が一致すれば、別の意味で高いレバレッジという状況も許容され得る。これは既述のように市場が(株主のみならず)債権者までもに一定のリスクを負う状況を要請する時代に入ったとの見方も可能である。

なお、Brockman P.(2015)の研究は、ストックオプション情報を会計上の保守主義の一環としてのリスクの早期開示、という観点から扱うものである点でユニークである。すなわち、会計上の保守主義が(明確な統一的な定義は存在しないものの)、推定利益は無視し、推定損失は認識する、という方針であるとするならば、リスクの早期開示を促す、市場の規律・効率性維持の観点からは重要なポリシーである。換言すれば出資者の立場からは、経営者に対するモニタリング効果を有するものであるが、経営者側に選択の余地があるならば、積極的にこのポリシーに加担する動機を有さないことは当然に予測できる。しかし、債権者からの突き上げを回避する手段という点で、経営者が早期開示を行う可能性があるのである。

第6節 スtockオプションと株主価値の関係

Aboody(1996)はストックオプションの付与が株価にどのような影響を与えるか検証を行っている。ここでは、ストックオプションの趣旨である経営者と投資家のエージェンシー・コストの低減という(ポジティブ)効果とオプション行使後の希薄化による(ネガティブ)効果の対峙であるという仮説の検討をテーマと

⁶⁶ FASB が費用化の公正価値による強制適用を実施する際も、企業側から抵抗とも思えるこうした要請が2002年頃にあった。

⁶⁷ 現在は権利の付与の際に得られる対価が(非行使であっても)返済不要である点から負債ではないとする米国基準が一般的である。ただし、かつての日本では新株予約権が負債として扱われていた。これは、資本の部に含めることで配当限度額を構成することを避ける意図があったとされる。(FL 2014 参照)だが、近年では、これは返済が不要という理由から純資産の部に属するだけで、積極的な資本としての意味があるわけではない。近年はそうした理由によるのではなく、「未行使のストックオプションは、株式以上にハイリスクハイリターン構造を有している点で負債というより、新たな種類の株式のようだ」(Barth et.al.2013)というリスク・リターンの相関からこの問題を論じる向きもある。

⁶⁸ この点については金融機関からの天下り(または出向)役員が意思決定過程に関わっている場合は事情が変わる可能性もある。

している。検証の結果、株価は下落し、(オプションは行使されれば、実態的には増資であるので)希薄化の効果が勝る結果であるとしている。

Aboody は追試も行っているが、そこではオプション付与直後であれば、むしろ市場はポジティブな評価をするものの、時期が経過するほどネガティブな評価に転じてゆく、という興味深い結果が報告されている。この結果に対する解釈として、オプションは付与後、多くは次第に行使され、エージェンシー・コストを低下させるようなインセンティブ効果は時の経過と共に消失するから、としている。⁶⁹

ここから判ることは、オプションの付与・行使に伴う企業価値へのインパクトは、費用化そのものはもちろん、費用化の方法もキーとなるということである。つまり、適用される会計基準がまさに企業価値に直接的なインパクトを及ぼすのである。時価、内在価格、あるいは注記だけする、こうした処理の対応の仕方では当期利益が変われば市場評価も変わるという意味である。Aboody がこの検討を行った頃は、FASB がオプション費用化の強制適用を行う前の、未だ世論に妥協的に対応していた頃だったため、企業によって収益へのインパクトがまちまちであり、そのことが一層、比較可能性を低下させていた事情を考慮する必要はある。

既述の通り、FASB の強制適用の方針に対し、企業側の反発があったために、費用化せず注記するという選択肢が残されていた時期があったし、強制適用後には、ストックオプションが回避され、別の株式報酬の手法 (たとえば RSU など) が選択される事例が増加している。こうした事実、経営者のヒギンズ(2002)の指摘する経営者の「EPS への固執」あるいは「市場の過小評価恐怖症候群」を裏付けるものであり、それが経営者のさまざまな機会主義的行動の素地となっていたと考えられる。

既述の事例だが、Baker,T. et.al(2003)によれば、比較的高い割合でストックオプションを報酬体系に組み入れている企業の経営者は、会計発生高⁷⁰を操作することで利益の圧縮を行い、株価を意図的に低価誘導していると報告している。

第4章 おわりに

経済の金融化とは、端的に言えば、物質の生産を基礎とする財市場を、与えられる情報によってその価値が常時変動する金融資産の異時点の取引をベースとする金融市場が凌駕、併呑する事態である。⁷¹ 労働力と同じように土地、企業といった資本自体の性格を含むものまで証券化、金融商品化するという、現在の経済のソフト化が有する過激な側面は、かつて欧州や日本のような旧社会にあつては社会文化的、歴史的な見地からは容認され難いものであった。その意味で、かつての会計基準が生産活動の基盤たる循環すべき資本の頑健性を確保しようとしたのは当然のことであった。

しかし、アメリカはその地理的・歴史的⁷²な特異性から、何の抵抗もなく投機的資本主義を形成し、あらゆるものに値れをつけ、馬場 (2011)によれば「個人の能力も所得という貨幣価値で評価され、社会的対立はコスト・ベネフィット計算で処理される」社会となった。そして、投機市場、金融市場と実体経済との乖離が生じて (バブルが発生しても)、その新自由主義的価値観を信じて疑わず、日本を含む世界にその価値観の普遍化を図る、その流れが継続している。会計基準の近年の変化もまたその流れから理解できる。

すなわち、収益認識、原価認識から得られる純利益ではなく、金融商品を時価評価することによる包括利

⁶⁹ これに加え、EPS の観点からの希薄化の要因も加わる。

⁷⁰ アクルーアル、つまり収益または費用の認識による会計数値とキャッシュフローのズレを指す。

⁷¹ ドーア(2011)によると、2006 年のデリバティブ契約残高は、世界全体の総生産の約 8 倍、2007 年の一日の平均為替取引総額は 3.2 兆ドルなのに対し、同年の一日当たりの平均貿易額は 320 億ドルに過ぎない (比率は 1:100 にもなる)、としている。

⁷² この経済のソフト化の淵源は、アメリカの金融市場の形成期に遡及される。つまり、実体経済における企業競争によってではなく、M&A を含む証券操作によってトラストを形成し、市場独占と価格操作を通じて、そこから得られる利益を獲得していた 20 世紀初頭のモルガン、カーネギー等などである。

益という概念が台頭し、発生主義による計算構造を堅持するよりも、時価変動に伴うリスクや実態の早期開示が重視される、生産活動の会計から、金融市場の会計への変化である。

その意味で、会計情報の意義も、投資家と経営者という情報の非対称という不可避的に発生するギャップの克服を意図する意思決定有用性という目的が、国際会計基準への国際的な収斂の流れから、日本においても設置された概念フレームワークにおいて最上位に位置づけられたことは、わが国の金融市場がアングロサクソンの価値観・原理の下で成立するものへと変容することを内外に公言する意味を有する。

会計学における意思決定有用性の重視は、会計情報の意義もまた、会社法という企業組織法に規定される「規制」から、金融商品取引法という取引法の目的である情報開示と市場規律の確立・維持から投資家保護へと重点を移行させている点と符合する。その意義は、アメリカにおける会計規制の歴史 - 証券操作、市場操作によって利益を獲得しようとする機会主義的動機を有する経営者から、情報弱者である投資家をいかに保護するか - というテーマに見ることができる。

こうした背景を考えれば、会計学の様相が、少なくとも過去においては、日米で異なるものであったとしても不思議はない。日本の会計学が計算構造や、組織法的観点からの規制（たとえば債権者保護）がテーマであるのに対し、アメリカでは常に市場のインプリケーションの解釈がテーマである。つまり、株価変動による帰結（すなわち富の移転）をもたらした情報（すなわち財務諸表情報、会計基準の変化、経営者の発するシグナリングなど）の意味をいかに解釈すべきか、という究極の疑問の追求がテーマである。

会計基準の変更の影響は、財務諸表の結果を変え、株価を変え、結果的に富の移転を誘発させるという重大な帰結をもたらす得る。ただし、会計基準の変更が、一対一対応的に同一の結果を導出するわけではない。その選択・判断を行うのが経営者である。⁷³ より端的に言えば、経営者は利益を操作できるのである。できるならば必ずやるはず、と考えるのが経済分析の基本であるが、Watts, R. et.al(1986)の PAT(Positive Accounting Theory)は経営者のさまざまな「必ずやるはず」と思われる行動を、マーケットの発するシグナリングの分析という視点から集大成し、分析したものである。

Scott(2006)はPAT から以下の3つの「仮説」を重要なものとして取り上げている。

- (1) 業績連動型のボーナスプランが設定されている企業の経営者は、できるだけ早く利益を計上できるような会計基準を選択する。
- (2) 負債契約から倒産が視野に入った場合、(利益を計上すれば倒産が回避されると市場が解釈する可能性が高まるため) できるだけ早く利益を計上できるような会計基準を選択する。
- (3) (より厳しい会計基準の設定や課税強化などの) 政治的要因が視野に入った場合、経営者はできるだけ利益計上を先延ばしできるような会計基準を選択する。

本稿で確認した自己株式取得やストックオプションの多くの事例、研究でこうした状況が該当すると考えられるが、Kato et.al(2005)において日本企業におけるストックオプションの付与の状況がその例外であった。これは、ストックオプションという制度そのものは整備されていても、労働力の対価として持分金融商品を分配する、というアングロサクソンの価値観に日本企業の経営者が意識レベルで適応できていない状態にあることを示唆する。

既述の通り、自己株式取得は株価対策として一定の効果が認められ、またストックオプションもコーポレートガバナンスコードによって推奨されている背景を考えれば、今後はこれらの制度が、日本でも企業文化

⁷³ アメリカの投資格言に “Profit is An Opinion, Cash is A Fact” とある。(Cash is King という場合もある。)

として定着・浸透してゆくためには、すでに国際レベルまで整備された会計諸制度⁷⁴ではなく、日本企業のマインドがいかに変われるかが問われることになる。

参考文献

- 浅羽二郎(1981)、『近代会計学』(第14巻)中央経済社、“理論会計学の基本構造”(第1章3節「基本的構造の発展形態」、p.21)
- 新井富雄(2006)、『金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略』東洋経済、“契約理論とコーポレートガバナンス”(第3章、pp.55-77)
- 飯野利夫(1977)『財務会計論』同文館
- 今田正(1976)、『現代会計学の論理』(第1巻 宮上一男編)、世界書院、“マテシッチ会計理論”(第6章)、pp.227-264
- 河合信雄(1981)、『近代会計学』(第14巻)中央経済社、“資本会計論”(第6章3節「プレミアム論争」、pp.160-162)
- 黒澤清(1975)『会計学の基礎』千倉書房
- 佐和隆光(1995)『資本主義の再定義』岩波書店
- 柴健二(1999)『自己株式とストック・オプションの会計』、サイエンス社
- ダモダラン,A.(2003)、『コーポレートファイナンス 戦略と応用』、三浦良造ほか訳、東洋経済新報
- 中央青山監査法人(2004)、『国際財務報告基準ハンドブック』、中央経済社
- ドーア、ロナルド(2011)、『金融が乗っ取る世界経済 21世紀の憂鬱』、中公新書
- 中村忠(1971)『現代会計学』白桃書房
- 馬場宏二(2011)、『宇野理論とアメリカ資本主義』、御茶の水書房
- ヒギンズ、ロバート(2002)『ファイナンシャル・マネジメント (企業財務の理論と実践)』、グロービス・マネジメント・インスティテュート訳、ダイヤモンド社
- 藤井秀樹 (2007)『制度変化の会計学 (会計基準のコンバージェンスを見すえて)』、中央経済社
- 弥永真生(2012)『会社法』有斐閣(新世社)
- Damodaran,A.(2002) “Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset” (2nd Edition), Wiley
- Horngren et.al. (1999, “Introduction to Financial Accounting” (7th edition), Prentice Hall
- Kieso D. et.al(1980) “Intermediate Accounting (3rd Edition)” , John Wiley & Sons,Inc.
- Marthinsen,J.(2008), “Risk Takers: Uses and Abuses of Financial Derivatives (2nd Edition)” , Prentice-Hall
- Penman,S.(2010) “Financial Statement Analysis and Security Valuation (4th Edition) International Edition” , McGraw-Hill Irwin
- Scott,W.,(2006) “Financial Accounting Theory (4th Edition)” Prentice Hall
- Watts,R. et.al(1986), “Positive Accounting Theory” , Prentice-Hall
- Westerfiled,R., et.al.(2007) “Corporate Finance Core Principles and Applications” , McGraw-Hill Irwin

⁷⁴ 2008年にEUの欧州委員会は、日本の会計基準は米国の会計基準と同様、国際会計基準と同等である(同等性評価)との公表を行った。

- 岩坪加紋ほか(2012)、“自己株式取得による株価への効果に関する一考察 シグナリング仮説とエージェンシー仮説”、経営情報研究 第20巻第1号、pp.45-5
- 尾崎悠一(2015)、“経営者の報酬”、法学教室、第421号、pp.25-31、有斐閣
- 孔炳龍(2014)“資本と負債の区分に関する一考察：新株予約権について”、駿河台経済論集 23巻(2)、pp. 25-44、駿河台大学
- 志馬祥紀(2015)、“リキャップCBと市場の評価”、証券経済研究、第92号、pp75-91、日本証券経済研究所
- 醍醐聰(2009)、“ストック・オプションの費用認識と損金算入の要件(上)”、税大ジャーナル、12号
- 畠田敬(2005)、“自己株式取得による株価への効果 2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット調整済み収益モデルによるイベントスタディ分析”、産業経営研究、27号(経済再生のための産業経営戦略 (PartII))、pp.27-48
- 花枝英樹ほか(2008)“日本企業の配当政策・自社株買い―サーベイ・データによる検証”、現代ファイナンス、第24巻、pp.129-160
- 花崎正晴ほか (2008) “ストック・オプションと企業パフォーマンス―日本企業を対象としたインセンティブ効果の実証研究”、DNJ Discussion Paper Series, No.0803、日本政策投資銀行
- Baker,T.et.al(2003), “Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives” , Journal of Accounting, Auditing & Finance, vol. 18 no. 4, pp.557-582
- Barth,E. et.al.(2013), “Financial Reporting for Employee Stock Options: Liabilities or Equity?” , Review of Accounting Studies, Vol. 18, Issue 3, pp. 642-682
- Boston Consulting Grope(2015), “The Challenge of Value Creation When Profits Are High, BCG Perspective,
https://www.bcgperspectives.com/content/articles/value_creation_strategy_corporate_finance_challenge_of_value_creation_when_profits_are_high
- Brockman P.,(2015),“CEO Compensation Risk and Timely Loss Recognition”, Journal of Business Finance and Accounting, 42(1)(2),pp.204-236
- Cohen,R. et.al.(2000), “Do Executive Stock Options Encourage Risk - Taking?” ,Working Paper, Graduate School of Business Administration, Harvard University
- Chauvin ,K.et.al(2001), “Stock price decreases prior to executive stock option grants” , Journal of Corporate Finance, Volume 7, Issue 1, pp.53-76
- Damodaran,A.(2015), “Stock Buybacks: Misunderstood, Misanalyzed and Misdiagnosed” ,AAII Journal, 2015 March Issue (on-line),
<http://www.aaii.com/journal/article/stock-buybacks-misunderstood-misanalyzed-and-misdiagnosed>
- Davis,M.(2009), “The New Executive Compensation Question: Can Executive Compensation Programs Motivate Excessive Risk-Taking?” , 2009 Perspective On Work, University of Illinois Press on behalf of Labor and Employment Relations Association
- DeFusco,R. et.al(1990) “The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders” ,The Journal of Finance, VolXLV No.2, pp.617-627
- Downs L. et.al(2013) “Big-Bang Disruption”、Harvard Business Review, MARCH 2013
- Grullon,G. et.al.(2002), “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?” , Journal of Business,

2002, vol. 75, no. 3, pp.387-424

- Jolles,C.(1998), “Stock Repurchases and Incentive Compensation” ,Working Paper, National Bureau of Economic Research
- Lazonick,W.(2014), “Profits Without Prosperity” ,Harvard Business Review, SEPTEMBER 2014
- Myers S. et.al(1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” , Journal of Financial Economics, Volume 13, Issue 2, June 1984, Pages 187-221
- Ouyang W. et.al(2015), “How Do Broad-Based Stock Option Grants Affect Over-all Firms' Future Productivities?” , International Journal of Business and Finance Research, Vol.9, No2, 2015, pp.21-38
- Oztekin,O. et.al.(2014), “Capital Structure, Equity Mispricing and Stock Repurchases” , Journal of Corporate Finance, 2014, Vol 26, pp.182-200
- Shah,C.(1996) “A Review of Defensive Strategies Used in Hostile Takeovers” , Honored Thesis 2092 Paper, Scholar Works at Western Michigan University
- Vermaelen,T.(2005), “Share Repurchases” , Foundations and Trends in Finance, Vol. 1, No 3 (2005) 171–268