

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 23 日現在

機関番号：32685

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2013

課題番号：24730399

研究課題名(和文)ストック・オプション発行量と報告利益管理の関係

研究課題名(英文)the relationship between stockoption and ceo behavior

研究代表者

遠谷 貴裕(toya, takahiro)

明星大学・経営学部・助教

研究者番号：70583235

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,400,000円、(間接経費) 420,000円

研究成果の概要(和文)：本研究ではストック・オプションの利用が経営者の行動、とりわけ機会主義的行動を促すような影響があるかどうかを企業が公表する適時開示資料を元にデータを集め、実証することを目的としている。まず、適時開示情報をeolやバリュースーチから集め、そのデータを体系的に整理した。そしてストックオプションの付与時において株価が低くなるような機会主義的行動をとっているかどうかを検討した。結果は2014年度の管理会計学会において公表予定である。

研究成果の概要(英文)：In this research, I am investigating whether the influence that use of a stock option demands an opportunistic behavior from a manager. I aim what is proved at collecting data based on the timely disclosure data which a company releases. And I arranged the data systematically. I examined whether I would have taken the opportunistic behavior that moreover a stock price becomes low at the time of grant of a stock option. A result is due to be released at the Japanese association of management accounting and aw21 in the 2014 fiscal year.

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：会計学

キーワード：ストックオプション 経営者報酬 機会主義的行動

1. 研究開始当初の背景

2000年代以降、業績連動型報酬やストック・オプションなど固定報酬以外のウエイトが増加している。これらの報酬は経営者の努力インセンティブを高める目的で付与されており、経営者と株主の間にあるエイジェンシー・コストを低減する効果があるとされてきた。しかし、最近では付与割合の高い場合、裁量的発生項目が増加し、利益の質も低下することが確認されてきている。経営者が機会主義的な行動をとる原因として、ストック・オプションが固定報酬とは異なり、株価を操作することで、自身の報酬を高めることができることがあげられる。そこで、本研究では報酬の一部としてストック・オプション制度を採用している企業において、経営者の機会主義的行動が観察されるかどうかをわが国のデータを用いて分析する。

2. 研究の目的

近年、日本企業でも経営者のエクイティ・インセンティブの割合が増加してきている。多くの企業で、経営者や従業員のインセンティブを引き出すために株価と関連した報酬契約を盛り込んでおり、報酬総額に占める固定報酬の割合は減少してきている。インセンティブを盛り込んだ報酬契約を行う目的として、経営者に企業の業績向上に対するインセンティブをより強く働きかけたいという株主側の意図があげられる。エクイティ・インセンティブは大きく現物の株式保有と、エクイティ報酬の2つに分けられる。自社株保有に関しては、アメリカなどの諸外国では経営者と株主の利害を一致させる手段として、早くから導入されてきた。多くの企業で独自の自社株式保有ガイドラインを設け、一定額以上の株式保有を推奨しているところが多い。

ストック・オプション制度の利用は、アメリカで1990年代に入り急速に増加した。経営者報酬に占めるストック・オプションの割合は、80年代前半は2%程度しかなかったが、90年代の後半には50%を超え、制度として定着していた。また、90年代には欧州諸国や日本などでも同制度が導入されるようになった。日本では1997年に議員立法によりストック・オプション制度が成立し、導入初月である1997年6月末の株主総会では33社が導入を決定している。その後、2001年の商法改正により、新株予約権が創設されたことで従来あった規制が緩和され、当該制度を利用する企業は急増する。2003年には上場企業の3割以上が導入を行い、2010年6月時点では上場企業の約4割が同制度を採用するに至っており、日本でも報酬の一形態として認識されてきている。

一般にストック・オプションの付与は、経営者に権利行使価格以上に自社の株価を引き上げようとする強い意欲を喚起させることを目的としている。そして、業績向上に向け

て経営者の努力水準が向上することで、株主と利害が一致し、両者の利害対立を緩和させる。事実、多くの企業において報酬制度の透明性を高め、業績向上と企業価値向上への取締役の貢献をより強固なものとし、株主重視の経営意識を一層高める旨を同制度の採用理由に挙げており、株主との利害対立の緩和を重視して導入していることが伺える。

経営者に株主意識を高めることは、エイジェンシー・コストの軽減につながる。情報の非対称性が存在する中では、株主は企業の内部情報を知ることができない。そのため、経営者が利用できる投資機会集合をすべて見定めることは不可能である。経営者にとって望ましい投資が、必ずしも株主にとって望ましいものであるとは限らないため、情報の非対称性があることは、株主にとってエイジェンシー・コストを上昇させることにつながる。

エイジェンシー問題を緩和するために、株価ベースの報酬は有効である。経営者の報酬が株価とリンクしている場合、経営者は株主の利益と一致した行動を取らざるをえないため、ストック・オプションを付与することで経営者と株主の利害対立は緩和されることになる。そのため、ストック・オプションの付与が経営者にインセンティブを与え、努力水準を引き上げる効果があるとして、同制度を採用することは市場において評価されてきた(Yermack[1995], Bryan et al.[2000])。

しかし、エンロン事件以降、経営者と株主の利害対立を緩和させ、エイジェンシー・コストを低減させると考えられてきたストック・オプションの付与が、エイジェンシー・コストを増加させる要因になる可能性がある指摘されるようになった。これはストック・オプション制度の特徴である、株価と権利行使価格の差が報酬となるとともに起因する。つまり、報酬を最大化させるために株価を調整したいというインセンティブが経営者に機会主義的な行動をとらせてしまっている。特に、経営者報酬総額に占めるストック・オプションの割合が大きいほど権利行使前に報告利益管理を行い、株価を上昇させたいというインセンティブが強くなる。

これまで多くの先行研究では、ストック・オプション制度導入のプラスの効果について検討をしていたが、これ以降、ストック・オプション報酬がもたらすマイナスの効果について検証した論文が散見されるようになった。そこで、本研究ではまずストック・オプションのわが国での利用状況を体系的に整理したうえで、当該制度を利用している企業の経営者が報酬を高めるような機会主義的な行動を行っているかどうかを調査する。

3. 研究の方法

まず、わが国においてはストック・オプションの情報に関して体系的に整理されたデータが存在しない。上場している企業がスト

ック・オプションを付与する時は、東京証券取引所に適時開示資料としてストック・オプションの内容を提出する必要がある。そのため、本研究ではeolやバリュースーチといった適時開示資料が手に入るデータベースより、新株予約権またはストック・オプションをキーワードとして検索をかけた。検索にかかった適時開示資料はすべてダウンロードをし、付与日や人数、付与数と勤務期間や権利行使可能期間、権利行使可能価格を当該資料から入手した。そして入手したデータを基に、業種や上場部、年度を整理した。

分析方法としては、付与日前の株価の動向をチェックし、当該期間の超過リターンがどのような形になっているかを検証する。通常のストック・オプションは、権利行使可能価格が付与日前日または付与一か月前の株価の平均のいずれかが高い方に1.05を乗じて決定されることが多い。そこで、わが国のサンプルの中で通常型のストック・オプションを付与している企業群を取り出す。また、この時にストック・オプション付与企業を計画的付与と非計画的付与の企業群に分ける。多くの先行研究により、経営者が機会主義的な裁量行動を行うのは計画的付与企業であることが明らかになっている。これは、毎年計画的に付与している企業は翌年の付与時期を予測しやすいため、その時に合わせて情報の開示を行いやすいからである。そのため本研究においてもサンプルは2回以上連続して付与している企業に限定している。そして、2回以上連続で付与している企業の超過リターンを推計し、分析を行っている。なお、超過リターンの推計に関しては、市場モデルではなく、市場リターン控除法を採用した。これは、今回分析対象としたものが、上場全社ではなく、新興市場に限定したためである。新興市場に上場している企業は毎日取引されていない銘柄も見受けられ、市場モデルを用いた超過リターンの推計は誤った結果を導いてしまう可能性がある。

分析は、Aboody and Kasznik(2000)に習い行った。つまり、付与前30日と付与後30日における超過リターンの動きを比較し有意な差があるかどうかを検討している。

4. 研究成果

2006年以降のストック・オプションの利用実態を、市場別・業種別に整理した後、ストック・オプションの種別に勤務期間や権利行使可能期間の分布をみた。1円ストック・オプションを除くと勤務期間は2年程度、権利行使可能期間は4年程度となり、付与から6年程度で失効するものが多い。これは、当該制度が中長期の業績向上を目的とも一致する。つまり、現状では制度の目的と企業の利用実態には大きな乖離はないと考えられる。しかし、付与量に関しては欧米と比較してかなり少ない。このため、期待される業

績向上のためのインセンティブ効果が十分にあるかはわからない。この点については今後の分析が必要であろう。

2001年のエンロン事件以降、当該制度を利用した経営者の機会主義的行動に関する論文も散見されるようになってきている(Aboody and Kasznik[2000]、Burgstresser and Philippon[2006])。具体的には権利行使の直前に株価にプラスとなる情報を公表していたり、権利行使価格の決定時期にマイナスとなる情報を公表したりといった特定のタイミングにおける経営者の機会主義的行動が報告されている。

わが国においてもストック・オプションの利用が企業や経営者の行動にどのような影響を与えているかを調査することは、欧米との比較という意味でも重要な意味を持つだろう。今後は当該データを利用し、企業や経営者に与える影響を調査していく必要がある。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計1件)

1. 遠谷豊裕 ストック・オプションに関する実態調査、明星大学経営学研究紀要第9号、2014年3月、pp59-69、査読なし

[学会発表](計3件)

1. 遠谷豊裕 日本管理会計学会 2014年度全国大会、2014年9月13日、青山学院大学
2. 遠谷豊裕 AW21第33回研究会、2014年6月28日、早稲田大学
3. 遠谷豊裕 伏見会計研究会、2014年3月11日、龍谷大学

[図書](計 件)

[産業財産権]

出願状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6．研究組織

(1)研究代表者

遠谷 貴裕 (Takahiro Toya)

明星大学 経営学部 助教

研究者番号：70583235

(2)研究分担者

()

研究者番号：

(3)連携研究者

()

研究者番号：