

米国のストックオプション制度とその問題

三木 まり

1 はじめに

米国において、過去一〇年インセンティブの付与、有能な人材の確保、株主重視の経営促進、企業や株式市場の活性化の面からこの制度を導入する企業が増加した。その結果、ストックオプションは、企業財務面や株価形成面、報酬取得者と株主の利益配分面等で大きな影響を持つに至った。

しかし、費用計上されていないストックオプションは、企業の「隠れ人件費」とされ、エンロン事件後に世界に広がった会計不信の象徴的な存在になっている。ここでは、ストックオプションのその制度を紹介し、その問題点に触れたい。

2 ストックオプションとは

アメリカにおいて、ストックオプションとは、「あらかじめ定められた価格で、将来通常は一定の期間内に未発行株式を引き受け、または既発行・再取得株式にて償却されていない株式すなわち金庫株を買い受ける権利である。」⁽¹⁾という。すなわちストックオプションとは、業績連動型インセンティブ報酬であり、会社の役員、従業員が一定の権利行使期間にあらかじめ定められた権利行使価格で一定数の株式を会社から買い取ることのできる権利である。

ストックオプションは、米国における一九五〇年の税制改革の際に、譲渡制限付きストックオプションに対して、租税法上の適格要件を満たさずストックオプションに対するキャピタルゲイン課税するという課税上の優遇がなされたことがあり、大規模な公開会社に普及し始めた。

次に米国におけるストックオプションの種類について見ていきたい。種類は二種類あって、まず、奨励型ストックオプション（Incentive Stock Option）がある。これは、内国歳入法（internal revenue code）で定められた基準を満たしている、所得課税上の優遇措置を受けることができる。第二に、非適格ストックオプション（Non-qualified Stock Option）がある。これは、オプション自体も発行される株券も内国歳入法の基準を満たしていないものをさす。また、どちらのストックオプションも自社株の普通株のみが認められている。

3 米国のストックオプションの規制について

米国企業においてストックオプションの権利付与と権利行使に関する規則や制限はどのようなものであるか以下で確認する。

米国の会社法（しばしばデラウェア州法であることが多い）は、株式とストックオプションの発行、その一般的な手続きを規定している。これにより、ストックオプションの発行とその策定は会社の取締役会（Corporation Board of Directors）の承認が必要である。実務上より重要な規則は、内国歳入法であり、手続きと規則はストックオプションが適格か非適格かのどちらかによって決まる。

(1) 奨励型ストックオプション

必要な条件

・オプションにより発行される株式数とオプションを受ける社員の資格について書面にて明確に記載してあること

・当該オプション・プランの採択または、株主の承認のあった日時の早い方から数えて一〇年以内にオプションが権利付与されること

・オプションの権利付与以後一〇年後に権利が消滅すること

・オプションの権利行使価格が当該オプションの権利付与時点の公正なる時価を下回ることがないこと

・権利付与日現在の時価で評価して権利行使可能なオプションに対応する当該株式の時価総額が暦年ベースで一〇万ドルを越えないこと、したがって、各暦年で社員に付与される奨励型ストックオプションの上限は、

一〇万ドルになる。また、その株式の公正なる時価は権利付与日に確定され、グループ会社全体の社員にも適用される。

・オプションがオプション保有者の生存中にオプション保有者によってのみ権利行使されること、または、オプション保有者の遺言(Will)によってのみ譲渡が可能であること

米国での税制上の取り扱い

米国内国歳入法により、社員が権利付与から権利行使の三ヶ月前まで、会社に在籍している限り、権利付与と権利行使のいずれも課税関係を生じない。売却益が通常所得に認定される全ての場合において、雇用者は社員が負担した通常所得の金額の範囲まで連邦税上、損金参入することが認められている。

(2) 非適格ストックオプション

必要な条件

厳密な条件を満たさないため、奨励型ストックオプションのような税制上の恩典は受けられない。権利行使価格は、通常は権利付与時の公正な時価に設定されるが、それ以上、またそれ以下にすることもできる。奨励型ストックオプションが当該会社の社員に限定されているのに対して、非適格ストックオプションは対象が限定されていない。非適格SOの条件設定が柔軟にでき、権利付与、権利行使、対象株数の制限が無い。

米国での税制上の取り扱い

非適格ストックオプションの権利付与時において、当該オプションが時価を有する場合を除いて、社員に課税関係を生じず、雇員者に対しては、権利付与において損金参入は認められない。一方、権利行使時においては、社員に権利行使時の当該株式の公正な時価と権利行使価格の差額が課税され、雇員者に同額の損金参入がみとめられる。

上記のような理由から、米国では、非適格SOが多く採用されている。

3 ストックオプションに関する証券法の規定、権利付与と権利行使に関する開示について

発行株式が、SECの規則に服する米国企業は、ストックオプション・プラン策定にあたって考慮する必要がある規定として、証券登録（Securities Registration）¹ 開示（Disclosure）²、三四年証券取引法規則一六条（Reports of Directors, Officers and Principal Shareholders）の短期的利益（short swing profit）に関する規定⁽²⁾がある。議会はインサイダー情報による取引の減少、企業を管理する上級役員⁽²⁾の然るべき受託者基準（proper

fiduciary standard) の醸成、投資家への適切な情報提供を意図している。

(1) インサイダー取引や株価操縦を防止するための特別な規定について

三四年証券取引法一六条 b

同法一六条 (b) は、会社のインサイダーが六ヶ月以内の売買により得た短期的利益 (short swing profit) を会社に返還しなければならないことを定めている。⁽³⁾ 当該株式の六ヶ月以内の売買の禁止対象の中に、株式を発行する会社のストックオプションと各種デリバティブも含まれる。

三四年証券取引法規則一六条 b 三

この規定では、ストックオプションが会社と社員の間で役務の提供に関する報酬の一形態であり、市場におけるインサイダー取引を利用した取引と別個のものと考えられている。

三四年証券取引法一〇条 b と同規則一〇条 b 五

この二つの規定は、反不正行為 (anti-fraud) の一般的な規定である。

規則一〇条 b 五は、インサイダーが重要な内部情報を持っている場合、それを利用した取引を禁じるものであり、社員がオプションの権利行使の後、重要な内部情報を利用して取引を行う場合は、この規制の対象となる。⁽⁴⁾

ある会社の役員が重要な内部情報を持ちながら、ストックオプションを行使し、株式を売却する、または、不正にストックオプションを利用することは、三四年証券取引法一〇条 b 及び同規則 b 五に基づき、SEC または当該株式を売買した投資家からの訴訟の対象となる。しかし、ストックオプションの行使だけでは、同

規則一〇条 b 五の規制対象とならないので、原告側は 故意 重要性 信頼性 因果関係 損害について立証しなければならぬ。

三四年証券取引法規則一四 e 三 (Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offer)

この規則は、標的となった企業の株式のテNDER・オファー中にインサイダーが取引することを禁じている。

三四年証券取引法一〇条 A (Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading)

重要な内部情報を利用して取引を行ったものは、同時点で当該株式を売買したものの全員に対して責任を負うとしている。

三四年証券取引法二二条 A (a) (一) (三) 及び三二条 (a)

三四年証券取引法二二条 A (a) (二) により、インサイダーとインサイダーから情報を得て取引したものは、当該取引により得られた利益または回避した損失の三倍以内の罰金を課されると定められている。三二条 (a) (Penalty) において、百万ドル以内の罰金、一〇年間の禁固刑、またはその併科としている。

一般原則 (General Principals in case law relevant to corporate insiders)

インサイダーは重要な内部情報を開示する義務があり、また、それを利用した取引を行ってはならないという考え方を SEC は確立した。

4 米国のストックオプションの問題点

ストックオプションの一般的な問題点としてまず、四点があげられる。第一にストックオプションが決して低コストの報酬制度とは限らないこと、第二に未行使ストックオプションの価値が巨大化する中で、自社株買いで対応できなくなるケースも少なくない事実、第三に、巨額化しているストックオプションの価値は所謂「隠れた」費用ないし負債であり、これがストックオプション行使への対応を通じて表面化することを機に株価下落圧力となるリスクを孕んでいる可能性があること、第四に、ストックオプションは、その運用の在り方によって、必ずしも株主利益を最大化することに繋がらない場合もあり、そうしたストックオプション付与企業の行動に対して株主がチェックする仕組みが必要である。

米国で過去十数年間にストックオプションをはじめとする株式付与形態による長期の業績連動型報酬のウェイトを引き上げる傾向が目立った。しかし、その中でもストックオプションが特に幅広く普及している。そこで、ストックオプションのメリット・デメリットを見ていきたい。

(1) ストックオプションのメリット

ストックオプションが特に普及した背景は、株式付与形態の報酬制度に共通するメリット(5)に加え、ストックオプションには、税務処理上の優遇が講じられており、これにより「節税効果」がある。

「コール・オプション」であるストックオプションに特有のメリットとして、オプション購入者にあたる経営者や従業員にとっては、株価の一定の価格（行使価格）を上回る部分が報酬として手に入る仕組み上、「報酬（の可能性）に上限がなく」かつ「下限はゼロであり、ロスは発生しない」というメリットがある。

(2) ストックオプションのデメリット

ストックオプションの取得者にとって、「現在確実に受け取る筈の現金報酬を将来の受け取り金額が不確実な報酬に置きかえる」というハイリスク・ハイリターン性がある。

また、ストックオプションが企業にとってコール・オプションの売却であること、ストックオプション利用の急拡大と株価の上昇により、巨額化してきた「未行使のストックオプションのオプション価値」の存在を認識することが重要である。これは、ストックオプション付与企業にとって、「帳簿に表れておらず、かつ将来にならないと額が確定しない隠れた費用」を伴う報酬制度であるからである。すなわち、ストックオプションは、無コスト（低コスト）ではありえないのである。

さらに、ストックオプションを付与する企業サイドで株式付与等を行う必要がある。その結果、株式の発行増加により一株あたりの利益（earning per share 以下EPS）が低下する。すなわちこれは、株式価値の「希薄化」（dilution）である。企業は、その「希薄化」リスクを逃れるために、自社株買い等の対応を行う。これらの対応は、他の投資機会（借入金返済など）を諦め自社株買いにキャッシュ・フローを投入する意味でコストがかかり、キャッシュ・フローの悪化を伴う。これは、「隠れた負債」の表面化といえるだろう。

したがって、企業がストックオプションの導入しないし、ストックオプションの付与拡大の是非を判断するには、ストックオプションの付与によるメリット・デメリットを総合的に検討することが必要である。

また、株価上昇を伴いつつストックオプションの利用を拡大するには、コスト面の限界がある。

ストックオプションの付与を通じて株主利益の最大化を実現させるとする過程で、仮に実現利益以上に株価上昇が続けば、株式利益回り（ Π / 実績PER）が低下する。この株式利益回りの低下は、単純化すれば、他の

投資環境や金利水準が一定のもとでは、自社株買いの相対的コストを上昇させる。しかし、ストックオプション付与を続ける限り、企業は、ストックオプション行使に備えて高コストの自社株買いを続けていかなければならない。こうした高コストの自社株買いは、その前提としてのストックオプション付与によるメリットが、将来生じる可能性があるコストを上回って余りあると、ストックオプション付与時に判断した場合以外は、合理的な企業行動とはいえない。仮に、結果的に当該メリットがコストを下回る場合は、企業価値を損ない、株価下落を孕む。こうした意味で、株価上昇を伴いつつストックオプションの利用拡大が永続的に続くことは、ストックオプション付与によるメリットの拡大が続かぬ限り、想定しがたい。

さらに、ストックオプション導入・運用のあり方次第では、必ずしも株主利益を最大化することにはつながらない場合もあり、そうしたストックオプション付与企業の行動が孕むストックオプション取得者と株主間の利益配分問題がある。例えば、株価下落時の「ストックオプション行使価格の下方修正」がある。

これは、下方修正後の価格でストックオプションを行使させるメリットとデメリット（未行使ストックオプションの価値が増大し、その結果対応にかかるコストが増大する）を比較考量し、その実施を判断する必要がある。しかし、現行規定では、ストックオプションの行使価格の修正において必ずしも株主の同意は必要なく、企業経営側（実際にはストックオプション取得者であることが大半）のみで判断できてしまう。これは、決定プロセスの客観性、透明性の欠如、という観点で問題である。

こうした中で、米国では、ストックオプション導入・運用に関して株主によるチェックの網をより厳密にかけ、ため規制変更や、一般投資家からみたストックオプション関連コストについての情報開示強化を進めようという動きが徐々に見られた。

5 ストックオプション問題の展開

株価が右肩上がりであった一九九〇年代は、株主とストックオプション取得者の両者にとってストックオプションは有益なツールであった。しかし、二〇〇〇年イーバブルが崩壊、株価が低迷する中、ストックオプションが持つ株主や投資家にとっての負の側面が健在化してきた。具体的には、以下の四点である。

(1) ストックオプションの規模拡大に伴ない、持ち分の潜在的な希薄化の割合が高まっている(二〇〇一年の希薄化は一四・一%)。

(2) 大幅な持ち分の希薄化があるにもかかわらず、株主不在の場でストックオプションの付与が決定されるケースがある。

(3) ストック・オプションが会計上の利益のかさ上げにつながっている。

(4) 経営陣に株価の引き上げを目的としたリスクの高い経営判断を促した可能性がある。

こうした状況を受けて、規制当局や機関投資家の間でストックオプションの乱用を防ぐ動きが活発化した。まず、ストックオプションの乱用を防ぐためにプランの決定に株主が介在できる状況を作ろうという動きが生じ、株主承認に関する規制が強化された。次に、ストックオプションに関する情報をより正確に把握しようとする動きが生じ、具体的には、ストックオプションの費用計上をめぐる議論につながった。

前者の株主承認の是非について詳しく見ていきたい。

米国のほとんどの会社法では、ストックオプションの付与に関して株主承認を義務付けておらず、連邦レベルの規制は実質的に取引所上場会社規制に委ねられている。

最近株主総会で企業側が提案したプランが否決されるケースが増えてきたことや、企業側に機動的なストック

オプション付与のニーズがあることから株主承認を必要としないストックオプション・プランを採用する企業が
増えている。株主からは、株主不在の場でダイリユーシオンを伴うストックオプションが付与されることに
対する不満や情報開示の充実の要請が高まっていた。

これに対して、取引所は激化する市場間競争に勝ち残るため、上場企業がストックオプション・プランを導入
しやすい環境を提供することで、上場先市場としての魅力を高めるため、株主承認に関する規制には後ろ向き
の姿勢であった。

二〇〇〇年一月に当時のレジットSEC委員長は、NYSEとナスダックに対して、全てのストックオプシ
ョン・プランについて株主承認を義務付けることを上場会社規則に盛り込むように促した。⁽⁶⁾

二〇〇一年エンロン破綻から、米国でコーポレートガバナンス強化に関する議論が高まり、二〇〇二年二月に
ピットSEC委員長がNYSE、ナスダックにストックオプションの株主承認を義務付ける提案も含まれた書簡
を送付した。

ナスダックの規則改正としては、すべての株主に付与される場合や、企業が人材を登用に利用する等を除い
てオフィサーまたは取締役員にストックオプションを付与する場合には株主の承認が必要になった。

一方、NYSEの特別委員会によるコーポレートガバナンス強化が提案され、二〇〇二年八月一日の取締役会
で決議された。その中で、人材登用に利用する場合、合併の場合、ESOP（従業員持株制度）や401(k)
などの税制優遇措置制度がある場合を除いて株主承認が必要となった。

前後するが、SECで新たな情報開示制度の導入（二〇〇二年二月）された。株主承認を受けた株式報酬
プランと、株主承認を受けていない株式報酬プランについてそれぞれ（a）現存のオプションやワラントが権利

行使された場合に発行される株式数（b）現存のオプションやワラントの加重平均価格（c）現在の株式報酬プランで将来発行される可能性のある株式数（a）を除く）の三項目がアニユアルレポート（一〇 K）と株主総会招集通知（Proxy Statement）で開示されることになった。

これにより株主、投資家ならびにアナリストなどは、株主承認を受けていないストックオプションの規模を把握し、ダイリユーシヨンの潜在可能性を算出することができるようになった。

6 おわりに

ストックオプションには、上記に挙げた問題の他にも、費用計上をめぐる問題、税制上の取り扱いの問題などが山積している。経営判断がハイリスク・ハイリターン指向になり、リスクの高い投資、過度の自社株買い、短期的収益の追求など、ストックオプションは、経営と株主の間に、結果的に利益相反が発生する恐れがある。このため、経営責任の明確化と、透明かつ明確な情報開示と株主のコントロールの下に企業の経営戦略の一部として、より質の高いものを策定することが今後も望まれる。

注

- (1) 長浜洋一（二〇〇二）「ストックオプションの考え方」企業会計五月号、一〇九頁。
- (2) 内部者（インサイダー）の自社株の売買に関する厳密な規定
- (3) 同法一〇条（b）などのような他のインサイダー規制は、インサイダーが重要な内部情報を利用して取引を行うことを禁じているが、同法一六条（b）は無条件に六ヶ月以内の売買を禁じている。

(4) 例えば、故意にストックオプションの価値を高めるために会社の株価を不正に操作することを防止するための規制である。

(5) 企業および株主にとっては、株式付与形態と現金付与形態の報酬のうち前者のウェイトを引き上げることにより当面のキャッシュ・フローを抑制できる。報酬の一部を株主の利害と一致させることにより、経営者や従業員に株主利益を最大化するような行動（労働サービスの提供）をとらせるインセンティブが与えられる。

(6) NYSEとナスダックは、ストックオプションに関してはほぼ同様の規定をおいている。

NYSEの場合、上場規則において、オフィサーまたは、取締役がストックオプションを取得する際には原則的に株主承認を必要とする。ただし、以下の四つの場合は株主承認を必要としない。株主全員に発行される場合、株主に広く発行される場合（broadly-based plan）、以前に雇用関係のなかった新たな人材を登用するために発行される場合、導入されたストックオプションがすべて行使されてもいずれオフィサーまたは取締役も発行済み株式数の1%以上を取得することにならず、かつ全体で発行済み株式数の5%を越えないような場合。

(みき まり・研究員)