

## ストック・オプション(SO)のバックデーティング 問題について

佐賀 卓雄

アメリカ企業においては経営者報酬の大部分がストック・オプション(SO)の形で支払われていることは良く知られている。SOが普及したのは一九九〇年代になってからであるが、それと並行して、報酬額じたいも急増した。

SO制度じたいは株式所有が分散するに連れ経営者に対する株主の監視が十分に行われなくなつたため、両者の利害を一致させ、経営者が株主価値(株価)の向上を目指した経営を促すのを目的に導入されたものであった。しかし、その後、株価の上昇が自己目的化され、極端な場合には会計

上の利益を操作することによって株価の上昇を図るようなケースもみられるようになる。エンロンやワールドコム破綻でピークを迎えた不正会計処理にともなう不信感の高まりは、歴史的には経営者に対するインセンティブ・システムが当初、想定されたものからかけ離れた影響をもたらしたことを示したのである。

エンロンの破綻を契機にSOの費用計上問題が大きく取り上げられたが、二〇〇六年春からはSOの行使価格(exercise price)をめぐる日付の後決め(バックデーティング)が大きな問題に

なっている。

経営者へのインセンティブ・システムとしてのS O制度の普及、および特質を分析しながら、バックゲーティング問題をめぐる動向について紹介する。

## 一、ストック・オプション制度の普及

アメリカにおいてS O制度が広く採用され始めたのは一九九〇年代以降のことである。これは企業の役員や従業員に対して、将来の一定期間（権利行使期間）にあらかじめ定めた株価（権利行使価格）で自社の株式を購入する権利（オプション）を与えるものである。権利行使期間に自社の株価が上昇すれば、この権利を行使して時価と行使価格の差額が報酬となる仕組みである。

この報酬制度のメリットとしては、経営者が株価を上昇させることによつてそれに連動して自身の報酬も増加するので効果的なインセンティブになること、また十分な現金が支払えない、創業間もない成長企業が有能な人材を確保する手段を提供すること、があげられる。

一九七二年に定められた会計原則審議会（APB）の意見書二五号は、権利行使価格が固定され、S O付与日の時価で供与される（アット・ザ・マネー）場合には、費用計上を必要がないとしたため、ほとんどのS Oはこの方式で付与され費用計上されなかった。

また、一九九三年に定められた内国歳入法（Internal Revenue Code）一六一（m）条は、経営者に対する報酬の課税免除額の上限を百万ドルと定めた。ただし、「業績連動型報酬」（performance-based compensation）の場合には、この

規定の適用除外とされた。これを契機に、経営者報酬がSOの形で支払われる事例が急増したのである。

また、適格インセンティブ・ストック・オプション (qualifying Incentive Stock Option (ISO)) と認定されれば、SOの行使によってえた利益に対して課税を先送りし低い資本利得税が適用される。しかし、そのためにはSOの行使価格が「アット・ザ・マネー」(SOの行使価格が付与日の時価に等しい状態)であることが求められる。「イン・ザ・マネー」(行使価格が付与日の時価を下回っている)の状態では通常の報酬として課税される。これが、SOのバックデーティングの背景になっていることは後にみるとおりである。

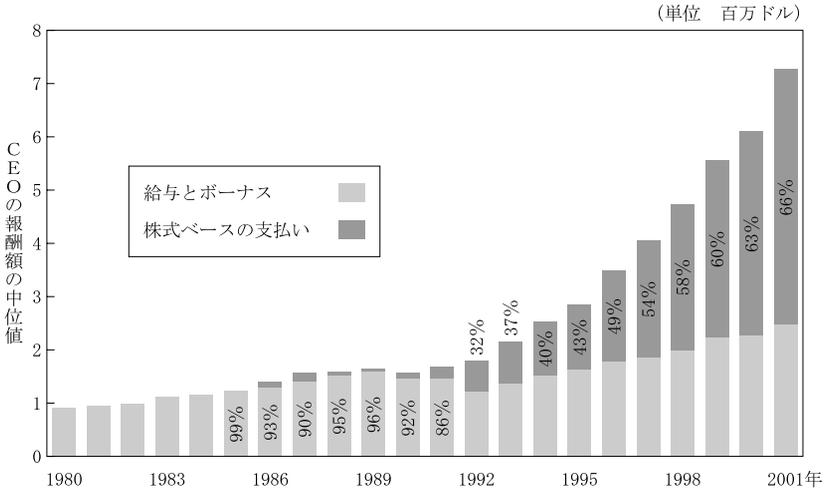
## 二、ストック・オプションと経営者行動

図表1に示されているように、八〇年代後半にはSOによる報酬は全体額の数パーセントに過ぎなかった。それが半分以上を占めるようになるのは九〇年代後半以降のことであった。

それでは、この間に、アメリカの企業に何が起ったのか。この問題を考える上で、格好の手掛かりを提供しているのが、元ハーバード・ビジネス・スクールのマイケル・ジェンセン (Michael Jensen) 教授の企業システムおよび経営者に対するインセンティブ・システムなどについての見解の、変節ともいえるほどの著しい変化である。

アメリカの大企業の経営者は八〇年代後半にし

図表1 経営者報酬の構成の推移



(出所) Hall [2003].

BOを主要なファイナンス手段とした敵対的買収の脅威によって振るえ上がることになるが、ジェンセンはこのようなM&A活動の熱心な支持者であったことは有名である。その理由は、簡単にいえばBOが大幅な負債を導入することによって、それまでの相互に余り関連のない業務の多角化によって弛緩していた企業経営に規律を与え、効率性を高めることにある。経営者は常に「負債の規律」によってプレッシャーを受け、企業経営の効率性が高まるであろうと考えたのである。経営者の間では当時の敵対的M&Aブームは、当然ながら企業システムに対する深刻な脅威とみなされていたが、ジェンセンの「公開企業の衰退」「LBOアソシエーション」などの主張は、このような動向に積極的な支持を与え、アカデミズムの世界ではむしろ幅広い支持を得たのである。こうしたジェンセンの主張の中で見逃せないの

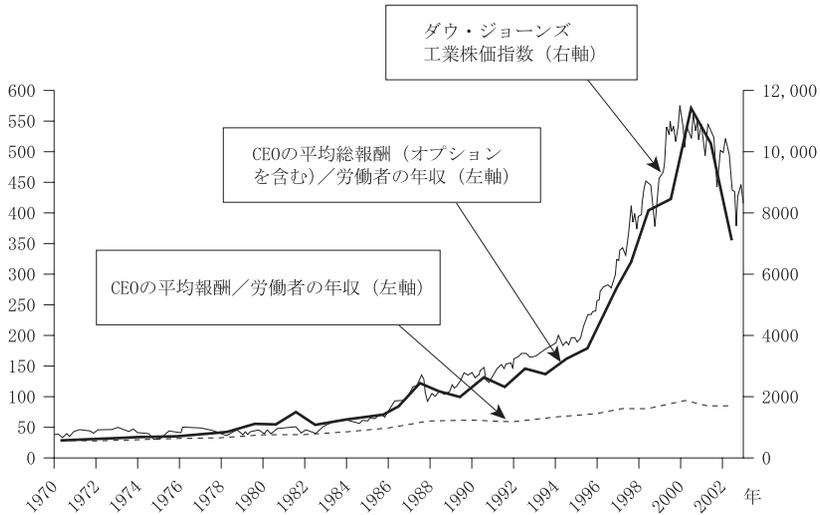
は、経営者報酬のあり方を業績連動型の構造に変えることを主張したことであろう (Jensen [1990])。これにより、無能な経営者は淘汰される一方、株価の上昇を実現した経営者には高い報酬が提供されるので、経営者がより積極的にリスクを取ることに對して報いるものになるというのである。

株式分散の進展によって株主が経営者に対する有効な牽制の手段を失っていたことを実態的な背景としながら (この時期に登場したエージェンシー理論は、まさに主人である株主が代理人である経営者を効果的に管理下におくことができないことにもなつエージェンシー・コストを問題にしたのは象徴的である)、費用計上の不必要、および税制面での優遇措置といった制度面での要件に加えて、ジェンセンによる強力な理論的裏付けを得て、九〇年代に入るとSO制度はアメリカ企

業の間で幅広く普及していく。それと並行して、その絶対額も急激に増加を続ける。

図表2は、S & P 500社のCEOの平均報酬 (給与とボーナス) と平均総報酬 (前者に付与日のストック・オプションの評価額を加えたもの) が、製造業の労働者 (production worker) の年収のそれぞれ何倍になるかを時系列的に表したものである。一九七〇年にはストック・オプションは余り使われていないため、CEOの平均報酬と総報酬とはほとんど乖離していないが、それらは製造業の労働者の約三〇倍であった。ところが、株価の上昇を背景にストック・オプションの評価額が急激に増加したため、二〇〇二年には、三六〇倍を越えた。ちなみに、二〇〇〇年に五七〇倍という最高の倍率を記録した (Hall and Murphy [2003])。二〇〇四年の時点でCEOの報酬が従業員の平均報酬の何倍の水準にあるかを各国

図表2 経営者報酬の推移



(出所) Hall and Murphy [2003].

別にみた別の統計では、アメリカ五三一倍、イギリス二五倍、フランス一六倍、ドイツ一倍、日本一〇倍で、アメリカのCEOの報酬額が異常に突出していることが分かる (Coffee [2005], p. 8)。

しかも、これらの突出した報酬額が企業業績とは関係なしに支払われているのである。二〇〇六年九月六日に開催された経営者報酬に関する上院金融委員会の開会の挨拶でマック・パウカス (Max Baucus) 上院議員は、粉飾決算で破綻したタイコ社CEOが二〇〇一年に三六〇〇万ドルの報酬パッケージを受け取っていたこと、エクソンモービルCEOのリー・レイモンドは退任の時に退職報酬パッケージとして約四億ドルを受け取ったことなどをあげ、巨額の報酬に根拠がないどころか、バックディングのような違法行為を行っていることを非難している (US senate

[2006], Opening Statement of US Senator Max Baucus)。

エンロン、ワールドコムなどの破綻企業をはじめとして、不正会計処理などで名前のあがった企業が経営者に巨額の報酬を支払っていたことを付け加えれば、バウカス議員のリストはほとんど際限のないものになろう。

アメリカ企業のガバナンスの構造的欠陥の視点から経営者報酬の問題を分析したルシアン・ベブチュックとジェス・フレッド (Lucian Bebchuk and Jesse Fried [2004], *Pay without Performance*) は、その要点をまとめた論文の中で、上位五名の役員の報酬総額が企業の純利益に占める割合が一九九三—一九九五年の五・〇パーセントから二〇〇〇—二〇〇二年には二二・八パーセントに上昇していることを明らかにしている。これはもちろん、業績の向上を伴わない報酬支払い

(pay without performance) の結果であり、経営者報酬の現状は「株主価値」を損なうものになっているのである。

この原因として、彼らは上位役員の報酬決定が(外部) 取締役を懐柔した「お手盛り」になっていることを指摘し、SOX法による独立取締役の役割の強化では不十分であることを指摘している (Bebchuk and Fried [2005])。

二〇〇七年一月二三日に開催された「経営者報酬サミット」での報告において、SECのカンポス (Roel C. Campos) 委員も、取締役になるということはカントリー・クラブの一員として迎えらるるようなものであり、最も重要な条件の一つがCEOとうまくやっていけるかどうかであり、しばしば自らも他社のCEOでもある外部取締役がCEOの報酬を引き下げるような決定をする」とは考えにくい」と指摘している (SEC [2007],

Speech by Commissioner Roel C. Campos, *Remarks before the 2007 Summit on Executive Compensation*, Jan. 23)°

話しが横道にそれたが、ストック・オプションの強力な支持者であったジェンセンは予期せぬ方向への逸脱を深刻に受け止めた。二〇〇一年四月に発表された論文 (Jensen [2001], "How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do about it" *Harvard NOM Research Paper No.04-27*) では、現行のストック・オプションが構造的欠陥を持っており、企業価値を破壊する結果になっているとした上で、資本コストに連動したオプションの採用を勧めている (Lowenstein [2004]; 邦訳 [二〇〇五]、一五九ページ)。

### 三、ストック・オプション制度の欠陥

ジェンセンの主張 (自己批判) をみるまでもなく、株価の変動要因は多様であり、S O制度が単純に経営者報酬を株価に結びつけた所に落とし穴があったといつべきであろう。早い話が、粉飾すれすれの「収益管理」(earning management) によつて業績を上げたように見せかけ、それを真に受けたアナリストが個人投資家買い推奨していたのがITバブルの実態であったことは現在では広く知られているところである。

S O制度が導入された時に期待された効果は、それが株主と経営者の利害を一致させ、経営者が「企業価値」、「株主価値」の向上に積極的に取り組むインセンティブを与えるであろうということ

であった。当時はこの両者は無邪気に同一視されていた。しかし、四半期毎の短期的利益の上昇を目的とした経営が、しばしば設備投資や研究開発 (R&D) 投資を削減し、企業の長期的な収益力を犠牲にしてきたことはこれまでも指摘されてきた。これが歯止めを失い、「創造的会計」、「攻撃的会計」の名のもとに、「収益管理」に踏み込み、ついには不正会計処理に手を染める結果になったのである。以前であれば、「収益管理」は短期的な収益の変動を小さくするために会計処理上許される範囲で、収益や費用の前倒し計上を行うことであったが、それがITバブルの頃からはもっぱら収益のかさ上げを目的とした操作になっていったのである。

#### 四、ストック・オプションのバックデーティング問題

SOは行使価格が付与日の時価で、一般的には一〇年間の行使期間という条件で発行される。ところが、一九九七年に発表された研究論文 (Vermaek D. [1997], "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", *Journal of Finance*) は、SO付与日以前のリターンは平常であるのに、付与日以後のリターンが市場のそれと比較して二パーセント以上高いことを発見した。彼はこの現象をいち早く情報を入手できる立場にいる経営者が機会主義的に付与日を決定していると解釈した。

その後もこの問題についていくつかの学術論文が発表されているが、二〇〇〇年代になって噴出

した不正会計スキャンダルの下で経営者報酬の高騰が関心を集める中で、Lie [2005] はSOOのバックデイトイングが重要な規制問題として論じられるようになる上で決定的な役割を果たした。

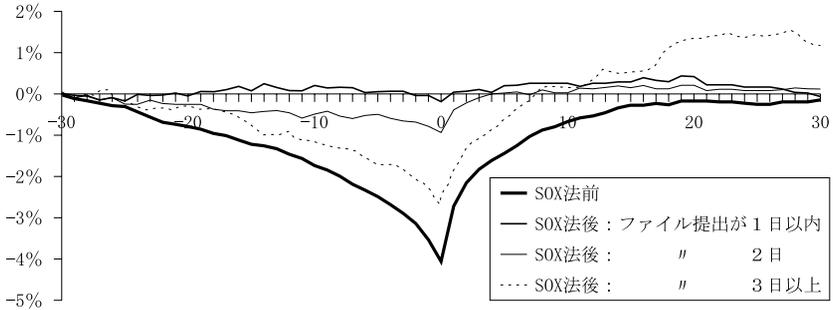
Lie [2005] は、一九九二年から二〇〇二年の期間に付与された五九七七件のSOO付与日前後の株価の動きを分析した結果、多くのケースで最低の株価水準でSOOの付与日が決定されていることを見出した。これは、経営者が将来の株価についての完全な予見能力を持つという非現実的な仮定を受け入れない限り、株価に影響を及ぼす情報の操作が行われているか、あるいは付与日を後で決めているかのどちらかであろう。彼は後者がその原因であると結論した。さらに、二〇〇七年のヘロン (Heron R.A.) との共同論文において、二〇〇二年のSOO法においてSOOの開示時期が従来の三〇日間から二日間に大幅に短縮されたのを

受けて、SOO付与日前後のリターンがどのように変化したかを分析した。この結果は彼らの主張を強力に支持するもので、異常なリターンは大幅に縮小し開示される二日間に止まったのである (“Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Stock Option Grants”, *Journal of Financial Economics*)。この分析結果は図表3に示されている。

ところで、SOOのバックデイトイングの何が問題になるのであろうか。まず、SECの開示義務に違反していなければ特に問題にはならない。第一に、SOOの低い行使価格で水増しされた報酬の支払いは株主が負担することになるから、株主が承認していることが必要である。第三に、バックデイトイングによってイン・ザ・マネーのSOOが付与されれば、それを費用として計上する必要があるから、その分当期の利益を減少する修正が必

ストック・オプション（SO）のバックデーティング問題について

図表3 スtock・オプション付与日前後の株価の動き（SOX 法前後）



(注) SOX 法前は2002年8月28日以前。SOX 法後は2002年8月29日以後。

(出所) Heron and Lie [2007].

要である。最後に、税金の問題がある。既に紹介したように、イン・ザ・マネーでのSOは「業績連動型報酬」とはみなされないから、一〇〇万ドルを上限とした控除措置の対象にはならない。また、適格ISOの対象にはならず、通常の所得税を課せられる。

逆にいえば、以上のことを充たしていないSOのバックデーティングは、SECの開示規制違反、内国歳入法違反、および不適切な会計処理が問題になるということである。二〇〇六年九月六日の上院金融委員会で証言したSEC法規執行局のトムソン (Linda Tomuson) は、一〇〇社以上が審査の対象になっていること、一部の経営者が民事制裁金の支払いに同意しているを報告している (US Senate Committee on Finance [2006])。

## 結びに代えて

アメリカの経営者報酬が如何に異常な水準に高騰しているかは、プロ野球の松阪大輔のメジャー・リーグへの移籍をめぐって高額な移籍金と年俸が支払われたことが大きな話題となったことと比較すれば分かりやすいかもしれない。その総額は約一〇〇億円（ただし、年俸は五年間の総額）であったが、それを越える報酬を受け取っている経営者は珍しくはない。それとは別に、退職にあたって数億ドルの報酬パッケージが用意されることも多い。

この状況を弁護する人たちは、有能な経営者をスカウトするためには、それぐらい高額な報酬を用意する必要があるという。要するに、才能の評価をめぐる市場原理の帰結だということである。

しかし、経営者が業績をあげることができないにもかかわらず、高額な報酬を受け取っている現状では、これらの主張はむなしく響くだけである。議会が経営者報酬の実態調査やその規制に乗り出したのも当然である。企業収益を食い潰すに至った経営者報酬に対して株主が声を上げ始めたことも注目される。

八〇年代後半のM&Aブームを契機にして構築されてきた株主と経営者の関係は、二〇〇〇年代の企業スキャンダルを契機に再び見直しが始まっているのである。

（参考文献）

淵田康之・大崎貞和編 「1001」、『検証 アメリカの資本

市場改革』日本経済新聞社

Bebechuk L.A. and Fried J.M. [2005], "Pay without Performance: Overview of the Issues", *Journal of Applied Finance*, Fall

- Coffee J.C., Jr. [2003], "What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's", *Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper*, No.214
- \_\_\_\_\_ [2005], "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ", *The Center for Law and Economic Studies, Working Paper*, No.274
- Hall B.J. [2003], "Six Challenges in Designing Equity-Based Pay", *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring
- \_\_\_\_\_ and Murphy K.J. [2003], "The Trouble with Stock Options", *Journal of Economic Perspectives*, Summer
- Lie E. [2005], "On the Timing of CEO Stock Option Awards", *Management Science*, May
- Lowenstein R. [2004], *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, 興業 経済 研究 1100号, 『空手観 本井藤正蔵博士の60年』 日本経済新聞社
- Jensen M.C. and Murphy K.J. [1990], "CEO Incentives: It's not How Much you Pay, but Now", in *Foundations of Organizational Strategy*, 1998 (originally published in *Harvard Business Review*, May-June, 1990)
- Walker D.I. [2006], "Some Observations on the Stock Options Backdating Scandal of 2006", Boston University School of Law, *Law and Economics Working Paper* No. 06-31
- US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [2006], *Stock Options Backdating*, Sep.6
- US Senate Committee on Finance [2006], *Executive Compensation: Backdating to the Future, Oversight of Current Issues regarding Executive Compensation including Backdating of Stock Options; Tax Treatment of Executive Compensation, Retirement and Benefits*, Sep.6

(右記 上から 新藤繁近教授・井田博彦氏)