

米国のストック・オプションに関する不正操作問題

小立 敬

要 約

1. 2006年7月20日、米国の証券取引委員会（SEC）、連邦捜査局（FBI）、カリフォルニア北部地区検察局は、ストック・オプションの権利の付与日について日付を遡るバックデート操作（backdating）を不正に行ったとして、米通信機器大手プロケード・コミュニケーションズ・システムズ社の前 CEO を証券詐欺や開示書類の虚偽記載の容疑などで起訴した。最近、米国で問題となっているストック・オプション付与に関連した一連の不正操作疑惑の中で起訴に至ったものである。
2. スtock・オプションの不正操作問題の背景には、米国の税制、州会社法や証券取引所の上場会社規則、会計基準あるいは開示規則などストック・オプションに関する制度が相互に関連しながら不正なバックデートを促した側面がある。しかしながら、2002年7月のサーベインズ・オックスリー法の成立以降は、そうした制度的な要因はほぼ解消されており、今後は、米国において不正なバックデートが行われる余地はなくなると考えられる。
3. 現在、SEC は、この問題について 100 社以上の米国企業を調査していることを明らかにしている。調査の結果、不正なバックデートが行われていることが明らかになれば、会計処理の適正化に伴う財務報告の再提出、財務報告の提出遅延を理由とする上場廃止、経営者の辞任・解任、あるいは経営者の刑事訴追など、不正が明らかになった企業では深刻な問題を生じる可能性がある。
4. 一方、わが国のストック・オプションに関する制度をみると、制度上は、米国に比べて株主による監視が機能しやすく、不正なバックデートを行うインセンティブが働くような仕組みではない。わが国においてストック・オプションの付与日の不正操作が行われる可能性は低いと考えられる。

I. はじめに

2006年7月20日、米国の証券取引委員会（SEC）、連邦捜査局（FBI）、カリフォルニア北部地区検察局は、ストック・オプションの権利の付与日について日付を遡るバック

デート操作（backdating）を不正に行ったとして、米通信機器大手プロケード・コミュニケーションズ・システムズ社のグレゴリー・レイズ前最高経営責任者（CEO）と前人事部統括責任者を証券詐欺や開示書類の虚偽記載などの容疑で起訴した。前最高財務責任者（CFO）についてもストック・オプションの

不正操作に関して会計上誤った取り扱いが行われていたことを知りつつ財務報告を承認したとして起訴されている。本件は、最近、米国内で問題となっている一連のストック・オプションの不正疑惑の中で起訴に至ったものである。

また、8月9日、SECおよび司法省は、ストック・オプションの不正操作に関連して、米国の通信機器の大手企業であるコンバーズ・テクノロジー社のコビ・アレクサンダー前CEOら元経営幹部3名を起訴している。

9月6日、SECのコックス委員長は、上院銀行委員会において証言を行い、ストック・オプションを巡る不正操作の疑いで現在100社以上の米国企業を調査しており、今後、必要に応じて経営者の法的責任を追及していく方針を明らかにしている。

II. 不正操作問題の表面化

1. スtock・オプションの不正操作とは

ストック・オプションは、予め定められた権利行使価格で自社の株式を買うことができる権利（コール・オプション）であり、株価が権利行使価格を上回っている状態であれば（イン・ザ・マネー）、権利を行使して株式を取得し市場で売却すれば差益を得ることができる。逆に、株価が権利行使価格を下回っている場合には（アウト・オブ・ザ・マネー）、権利行使を行わない。米国では、ストック・オプションの権利行使価格は、株価の終値あるいは最高値と最安値の平均値を基にして決定されることが一般的である。また、ストック・オプションの付与から権利行使が可能な日までの間に1年あるいはそれ以上の期間が置かれることがあり、その場合はストック・オプションが付与されても直ちに権利を行使することはできない。ストック・オプションの権利の付与日と権利行使が可能な日が同日である場合には、通常、権利行使価

格はその時点の株価に等しく決定されるため（アット・ザ・マネー）、その時点で権利を行使して株式を売却しても差益は得られないことになる。

現在、SECが調査しているストック・オプションの不正操作疑惑の対象の一つにバックデートの問題が言われている。バックデートとは、ストック・オプションの権利の付与日を事前に定めていないストック・オプション（unscheduled stock options）を付与し、付与日については実際にストック・オプションを付与した日から日付を遡って設定することである。仮に、ストック・オプションが実際に付与された日の株価よりも低い株価をつけた日を付与日に設定すれば、権利行使価格がその時の株価に決定されるため、ストック・オプションが実際に付与された時点では、イン・ザ・マネーの状態となる。

米国では、開示を適切に行っていればストック・オプションの権利の付与日をバックデートすること自体は違法行為にはあたらない。これに対して、前述のブロード・コミュニケーションズ・システムズ社の場合、訴状によれば、起訴されたCEO等は、少なくとも2000年から2004年の間、付与日をバックデートしてイン・ザ・マネーのストック・オプションを従業員等に付与していたにも拘わらず、その事実を明らかにしないまま実際に付与した日付のみを開示書類に記載してアット・ザ・マネーのストック・オプションを付与したかのように虚偽の開示を行っていたとされる。その結果、イン・ザ・マネーのストック・オプションの場合に会計上必要とされる費用としての認識、同社の場合には数百万ドルにも上る報酬費の計上を行わず、利益が実態よりも過大になっていたとされる。これらは、SECの開示規則、会計基準などに違反する行為である。

このほか、現在問題とされているストック・オプションの不正操作としては、ストッ

ク・オプションを付与した後の株価上昇を期待して、株価に好材料となる情報が一般に明らかになる前にタイミングを操作して付与するスプリング・ローディング (spring-loading)、あるいは逆に、株価に一時的に悪材料となる情報が明らかになった後にタイミングを図ってストック・オプションを付与するブレット・ドッジング (bullet-dodging) などが行われている可能性があることが指摘されている。また、企業情報の開示について、ストック・オプションの付与日を見ながら、開示のタイミングを操作する行為が行われている可能性が指摘されている。

2. 学術研究による不正操作疑惑の指摘

ストック・オプションの不正操作に対する疑惑は、経済学やファイナンスの分野の実証研究が発端となっている点で興味深い。米国企業の経営者に与えられたストック・オプションの収益率が不自然に高いことに注目した実証研究が行われ、ストック・オプションの付与に際して不正な操作が行われている疑いがあることが繰り返し指摘されてきた。

この問題に関する先駆的な研究として、1997年にジャーナル・オブ・ファイナンス誌に掲載されたニューヨーク大学ヤーマック教授の論文がある¹。同教授が1992年から94年までの間に米国企業のCEOに付与された約600件のストック・オプションを対象に実証的な研究を行ったところ、ストック・オプションの付与日から50日間の株価について統計学的に有意な通常の収益率を超える正の異常リターン (abnormal return)²が観察された。この結果について、同教授は、株価にプラスとなる情報が一般に明らかになる前にストック・オプションを付与すること、すなわち、スプリング・ローディングが行われていたことを示唆するものであると指摘した。

その後もストック・オプションの不正操作に注目した研究が相次いで行われている。

2000年のアブディー教授 (UCLA) とカズニク教授 (スタンフォード大学) の研究によると、予め付与日が定められたストック・オプション (scheduled stock options) にもプラスの異常リターンが観察されており、両教授は事前に定められた付与日の近辺で企業情報の開示のタイミングについて不正な操作が行われている可能性があるとして指摘している³。

2005年5月には、アイオワ大学のリー教授がストック・オプションの付与日のバックデートの可能性を指摘する論文をマネジメント・サイエンス誌に発表した⁴。同教授が1992年から2002年の間に米国企業のCEOに付与された約6,000件のストック・オプションを対象に実証研究を行ったところ、付与日の前には株価にマイナスの異常リターンが観察され、逆に、付与日の後にはプラスのリターンが観察されることが明らかになった。さらに、この傾向は、付与日が予め定まっていなかったストック・オプションにおいて強く現れることが分かった。この不自然な株価の動きについて、同教授は、株価が低い日を狙って付与日をバックデートすることによって付与したストック・オプションがイン・ザ・マネーになるよう意図的に操作が行われていることが、その原因ではないかと推察している。

さらに、リー教授は、2006年7月に発表されたヘロン教授 (インディアナ大学) との共同研究において、1996年から2005年までの間に経営トップに付与された約4万件のストック・オプションをサンプルに調査したところ、付与日が予め定まっていなかったストック・オプションのうち18.9%にあたるものが不正にバックデートされたか、もしくはその他の不正操作が行われていると推定できると結論づけている⁵。

3. 疑惑企業の表面化

2005年7月、IT関連の大手企業であるマーキュリー・インタラクティブ社 (ナス

ダック市場上場)は、同社のストック・オプションの不正操作について当局の調査に協力することを表明した。その後の社内調査の結果、ストック・オプションの付与が適正に行われたものではないことが判明したため、11月には経営幹部3名が解任される事態となった。同社は、ストック・オプションの不正操作に関する内部調査や会計処理の適正化を行う必要があったため財務報告の提出が遅延し、それを理由として2006年1月4日をもって上場廃止となった⁶。

さらに、2006年3月18日、ウォールストリート・ジャーナル紙が、リー教授の研究を参照し、コンバース・テクノロジー社ほか5社の具体的な社名を挙げながらストック・オプションの付与に関する不正操作疑惑を指摘する記事(“The Perfect Payday”)を掲載した。この報道を機に、米国内でストック・オプションの不正操作に関する疑惑が一気に表面化することとなった。

9月6日、SECのクックス委員長は、上院銀行委員会において、ストック・オプションの付与を巡って不正操作の疑いのある100社を超える企業に対してSECが調査を行っていることを明らかにした。疑惑を持たれている企業の中には、既にストック・オプションに関する会計処理の適正化に伴って財務報告を修正する企業や不正操作の責任を取って経営者が辞任した企業も現れている。ウォールストリート・ジャーナル紙の調査によると、9月28日現在、調査対象企業は115社以上にも上っているとしている⁷。

SECが調査を行っている企業の中には、米国最大のホームセンター・チェーンのホーム・デポ社や米国有数の書店チェーンであるバーンズ&ノーブル社など非IT業種の有力企業も含まれている。また、SECの調査は行われていないもののマイクロソフト社やアップル・コンピュータ社など米国を代表する国際的な企業にも疑いの目が向けられている

図表1 不正操作の疑惑がある企業の例

	SECの調査	司法省の捜査	経営者の辞任	決算の修正	経緯
アップル・コンピュータ				○	2006年8月3日、ストック・オプションの付与に関する内部調査を1997年まで遡って行ったところ、同社では規則に反する取り扱いが発見されたため、財務報告の修正を行うことを公表。
バーンズ&ノーブル	○	○			2006年7月12日、不適切にバックデートされたストック・オプションに関して株主から提訴されたことを受け、監査委員会がストック・オプションについて調査することを発表。8月29日にはニューヨーク南部地区検察局からストック・オプションに関する書類の提出を命じる通知を受け取ったことを公表。
プロケード・コミュニケーションズ・システムズ	○	○	○	○	2006年1月、前CEOが辞任し、同時に過去のストック・オプションの不適切な会計を修正するべく財務報告の修正を行うことを公表。7月20日、バックデートされたストック・オプションを従業員に付与したとして、前CEOほか2名が一連の不正操作疑惑の中で起訴された。
コンバース・テクノロジー	○	○	○	○	2006年4月、同社はストック・オプションの付与日について、会計上の日付と実際に付与した日付で異なっている事実を公表。5月4日、ニューヨーク東部地区検察局からストック・オプション付与に関する捜査の召喚状を受け取ったことを公表。8月9日、元経営幹部3名が不正行為などの疑いで起訴された。
ホーム・デポ	○				2006年6月29日、同社はストック・オプション付与の承認日より前に行使価格が決定されている事実があることを公表。同社は報酬費用への計上額が1,000万ドルに満たないことを理由に財務報告の修正は行わない方針を公表。
マーキュリー・インタラクティブ	○		○	○	2006年7月3日には、ストック・オプションの不正操作を知っていたとして同社の取締役3名に対する民事訴訟手続きをSECが行うことを支援するようSECから要請されたことを明らかにした。同社については、ヒューレット・パッカード社が45億ドルで買収する方針を明らかにしている。
マイクロソフト					1992年から1999年まで日付を変えながら毎月、株価が低いところでストック・オプションを付与。現在はストック・オプション制度を廃止。

(出所) ウォールストリート・ジャーナル紙より野村資本市場研究所作成

る。これらの事実は、IT 企業や新興企業を中心に米国企業においてストック・オプションの不正操作が広範に行われていた可能性を示唆している⁸ (図表 1)。

Ⅲ. スtock・オプション制度の問題

1. 不正操作の制度的な背景

ストック・オプションの不正操作問題の背景には、米国の税制、州会社法や証券取引所の上場会社規則、会計基準あるいは開示規則などストック・オプションに関する様々な制度が相互に関連し合いながら不正なバックデートを促した側面がある。

米国企業においてストック・オプションが一般に幅広い業種で利用されている背景には、ストック・オプションが現金などの会社財産の流出を伴わない報酬制度であるというストック・オプション制度そのものが持つ利点に加え、ストック・オプションを幅広く普及させた制度、すなわち、1993年に制定された内国歳入法コード (Internal Revenue Code) 162条(m)の影響がある。

162条(m)は、役員報酬の急激な上昇を抑制することを目的として導入されたものであり、具体的には、上場会社の CEO および CEO を除く報酬額の上位 4 名に対する年間の報酬額についての経費控除 (損金算入) の上限を 100 万ドルと定めている。同時に、162条(m)は、報酬対象者の個人的パフォーマンスに直接的に依存する報酬については 100 万ドルの上限の適用を免除することを規定しており、この適用除外の対象にアット・ザ・マネーの状態が付与されたストック・オプションが該当するとされている。このため、162条(m)は、経営者の報酬に関する経費控除の上限 100 万ドルにかからないようにするために、米国企業が報酬の一部として積極的にストック・オプションを利用することを後押ししてきたと考えられている。

第二に、ストック・オプション・プランに対する株主からの監視が十分ではなかった可能性が指摘できる。米国の多くの州会社法では、ストック・オプションの付与数、行使条件や行使価格などに関する規制はなく、さらにストック・オプション・プランは、株主の同意なくして取締役会の決議によって決定することが可能であった。

もともと、ニューヨーク証券取引所やナスダックでは、それぞれの上場会社規則において、ストック・オプションを含む株式報酬プランについて株主の承認を求める基準が設けられており、ある程度、株主からの監視が働いていたと考えることもできる。しかしながら、株式報酬プランに関する規制には例外規定が設けられているなど、すべてのストック・オプション・プランに対して株主の承認を求めるものではなかった。

例えば、ニューヨーク証券取引所の上場会社規則では、ストック・オプションについて、原則、株主の承認を求める一方、一定の場合には、承認を必要としないとされていた。具体的には、①株主全員に発行される場合、②株主に広く発行される場合、③かつて雇用関係がなかった人材を新たに登用するために発行される場合、④ストック・オプションがすべて行使されてもいずれの役員も発行済株式数の 1%以上を取得することにはならず、かつ、全体で発行済株式数の 5%を超えない場合である。特に、②の株主に広く発行される場合 (broadly-based plan) の定義については、抜け穴が大きいとされ、1998年、99年にその判断基準が改められている。

第三に、会計基準のあり方そのものが不正なバックデートを行うインセンティブを与える要因となっていたことが指摘できる。1972年に会計原則審議会 (APB) が定めた APB 意見書第 25号では、ストック・オプションに関する会計について、本源的価値 (intrinsic value)、すなわち株価が権利行使

価格を上回る部分のみを会計上費用として認識する本源的価値法によることができた。この評価方法を用いればストック・オプションが付与された時点で行使価格がその時点の株価と等しい場合、すなわちアット・ザ・マネーのストック・オプションについては本源的価値がゼロとなるため、報酬費用を計上する必要がないことになる⁹。また、株価が行使価格を下回るアウト・オブ・ザ・マネーのストック・オプションについても費用計上の必要はない。そこで、ストック・オプションは会社財産の流出を伴わないという点に加えて、自社の損益に影響を与えずに従業員等に報酬を与えることができるという点が大きな利点と考えられるようになった。

この本源的価値法では、イン・ザ・マネーのストック・オプションについては、本源的価値がプラスの部分を報酬費として費用計上しなければならないとされる。つまり、イン・ザ・マネーであるか否かによって自社の損益に与える影響が大きく異なっていたことが、イン・ザ・マネーのストック・オプションの費用計上を避ける手段としてストック・オプションの付与日をバックデートさせ、アット・ザ・マネーのストック・オプションに見せかける不正操作を生む土壌となったと考えられる。

このように様々な制度が関係し合う環境において¹⁰、米国企業のストック・オプションは、企業の成長や業績の向上への中長期的なコミットメントを得るための自社の役員や従業員に対するインセンティブというよりはむしろ、経常的な報酬の一つの形態としての意味合いの下に付与されていたと考えられる。言い換えれば、経費控除の額に上限がある給与を補う報酬として、イン・ザ・マネーのストック・オプションを付与することが行われ、その一方で、自社の費用計上を回避する手段として、株主の監視を避けながらアット・ザ・マネーのストック・オプションに見せか

けるために、付与日のバックデートを用いた不正操作が広く行われる結果となってしまったのである。

さらに、ストック・オプションに関する開示規制については、年次報告書（10-K）や委任状説明書（proxy statement）においてストック・オプションの付与の内容についての開示は求められていたものの、その場合、ストック・オプションを付与した時期については会計年度の末日から45日以内に開示すればよいとされている。例えば、12月を会計年度末とする企業で、仮に1月にストック・オプションが付与された場合を考えると、付与の時期に関しては翌年2月半ばまでに開示すればよく、株主に対して1年以上もストック・オプションが付与された事実が明らかにされないことになる。この開示規則の下では、バックデートする期間が長く与えられることになるため、企業が意図的に低い株価の日まで日付を遡って付与日を設定するインセンティブを与える要因になってしまったのである。

2. SOX 法以降の規制強化

エンロン社やワールドコム社の不正会計事件を受けて、ストック・オプションに関する証券取引所の上場会社規則の厳格化や会計上の費用認識の義務づけ、あるいは株主への適切な開示などの議論が活発になり、ストック・オプションの制度見直しの動きにつながった¹¹。もともと、当時は、ストック・オプションを大量に付与することに伴う株主持分の希薄化、あるいはストック・オプションを利用することによる費用の圧縮や利益のかさ上げなどが問題にされており、ストック・オプションの付与に関する不正操作は議論の対象とはなっていなかった。

しかし、このときに行われたストック・オプションに関連した制度の改正は、バックデートの問題にも大きく影響している。まず、

2002年7月に成立したサーベインズ・オックスリー法（企業改革法、SOX法）では、それまで会計年度の終了から45日以内とされていたストック・オプション付与に関する開示について、ストック・オプションの付与後、直ちにその内容について開示を行うことが求められることになった。これを受けて、SECは2002年8月、新たな開示規制を導入し、ストック・オプションが付与された日から2営業日以内にその内容を開示しなければならないとした。

前述のリー教授とヘロン教授の共同研究によると、開示が強化された2002年8月以降、バックデートなどの疑いのあるストック・オプションがそれ以前に比べて減少していることが明らかになっている。具体的には、付与日が事前に定まっていなかったストック・オプションのうち付与日のバックデートが行われたと推測されるものの割合が、2002年8月以前は23.0%であったのに対し、それ以降は10.0%に減っており、新たな開示規制には大きな効果があったと考えられる（図表2）。

なお、この共同研究によると、バックデートされた可能性があるストック・オプションの割合は非ハイテク企業よりもハイテク企業の方が高く、また、大企業よりは中堅・中小企業で割合が高いという特徴がみられる。つ

まり、IT関連の新興企業を中心に付与日のバックデートが行われたことが示唆される。

第二に、2003年8月に、ニューヨーク証券取引所、ナスダックの上場会社規則において、ストック・オプションを含む株式報酬プランについては、一部の例外を除いて株主の承認を必要とする規制が導入された。これによって、企業がストック・オプションを付与する場合には、ストック・オプションに関する重要な内容について予め公表しておかなければならず、透明性が大幅に向上することとなった。

第三に、ストック・オプションに関する会計上の取扱い、すなわち費用認識の問題については、2004年12月に米国の財務会計基準審議会（FASB）から新たな会計基準が公表された（FASB基準書第123号（改訂版））。この会計基準により、2005年6月16日以降に開始する会計年度以降、上場企業は役員や従業員に付与するストック・オプションについて、二項モデルやブラック・ショールズ・モデルを用いて公正価値（fair value）を測定して費用として認識し、報酬費用に計上することが義務づけられた¹²。

これにより、アット・ザ・マネーのストック・オプションに与えられていた事実上の優遇措置がなくなり、自社の損益に影響を与え

図表2 バックデートされた可能性のあるストック・オプションの割合

	付与日が事前に定まってい ないストック・オプション (unscheduled stock options) の件数	うち付与日がバックデートされ たと推定されるストック・オ プションの割合
SOX法成立以前の付与分	13,828	23.0%
非ハイテク企業	10,410	20.1%
ハイテク企業	3,418	32.0%
中小企業	4,113	23.1%
中堅企業	6,407	27.0%
大企業	3,308	15.4%
SOX法成立以後の付与分	6,494	10.0%
提出が2営業日以内に行われた分	5,002	7.0%
提出が2営業日以上かかった分	1,492	19.9%

（出所）Randall A. Heron and Erik Lie, “What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated”

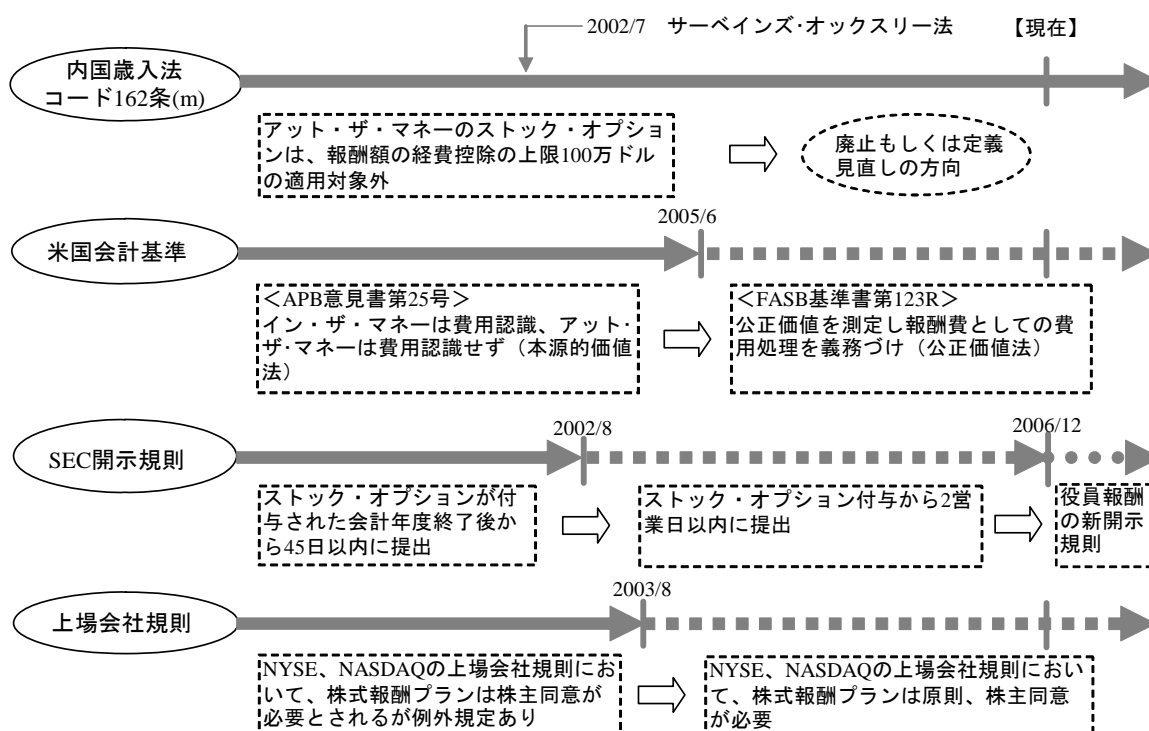
ずに従業員等に報酬を与えるというストック・オプションが有する大きな「利点」は失われることとなった。

さらに、2006年7月26日、SECは役員報酬の開示内容を分かりやすくすることを目的として、新たな規制の導入を決定した。それによると、ストック・オプションの付与に関する開示様式は表の形式で分かりやすいものにしなければならないとされ、そこでは、①ストック・オプション付与日におけるFASB基準書第123号（改訂版）に基づく公正価値、②付与日、③権利行使価格よりも株価が高い場合にはストック・オプション付与日の終値、④ストック・オプションの付与日と実際に付与した日が異なる場合にはそれを決定した報酬委員会や取締役会の開催日を開示することが規定された。新たな開示規則は、こうした形式的な事項に加え、経営者の報酬制度に関する考え方や目的についても株主に提示する

ことを求めている。すなわち、ストック・オプション・プランについては、バックデートの有無やその目的、あるいはストック・オプションの付与のタイミングや公正価値などについて明らかにすることが必要になる。この新たな開示規則は、2006年12月15日から適用される予定である。

また、ストック・オプションの利用を促進することとなった内国歳入法コードの162条(m)については、今後、廃止もしくは定義の見直しが行われれば、この規定の廃止もしくは見直しが行われれば、ストック・オプションの付与日の不正なバックデートを促した制度的な要因は解消することになる（図表3）。

図表3 ストック・オプションに関する制度強化の動き



(出所) 野村資本市場研究所作成

3. SOX 法以降の不正操作の可能性

このようにストック・オプションに関連する制度の見直しが行われた結果、今後、米国企業がストック・オプションの付与について適切な開示を行わないまま不正に付与日のバックデートを行う余地があるとは考えにくく、また、そうした不正を行うインセンティブも働かないと考えられる。

そもそもストック・オプションの費用処理が義務づけられたことで会計上の利点がなくなり、ストック・オプションの利用そのものを取り止める動きも出てきている。例えば、マイクロソフト社は、2003年7月に従業員に対するストック・オプションを廃止し、現物株式の支給に変更することを公表した。また、2006年1月にはインテル社もストック・オプションから現物株式の支給に変更することを明らかにしている。

その意味では、現在、SECによる調査が行われている付与日の不正操作は、過去の問題であるとも言えるかもしれない。事実、SECのクックス委員長は、調査対象となっている不正操作が行われた疑いのあるストック・オプションは、その大半がSOX法の成立前、もしくはFASB基準書第123号（改訂版）の施行前に付与されたものであることを明らかにしている。

IV. わが国における不正操作の可能性

1. スtock・オプションの導入

わが国では、1997年の商法改正によって新株引受権または自己株式の方式を用いて役員や従業員に対してストック・オプションを付与する道が開かれた。その後、2001年の商法改正で新株予約権制度が導入され、ストック・オプションは新株予約権の無償発行と位置づけられたうえで、有利発行として捉えられた。この改正以降、ストック・オプションは次第に一般に利用されるようになって

てきている。

さらに、2006年5月に施行された会社法では、ストック・オプションは新株予約権としての無償発行に加え、付与対象者に新株予約権の払込価額相当額の金銭を報酬として支給し、権利行使時までにはその報酬債権と払込価額を相殺する方法による有償発行によることも可能とされ、ストック・オプションの付与に関して複数の方法が認められることになった。

2. 不正操作の可能性

わが国では、米国のようなストック・オプションの付与日に関する不正なバックデートが行われる余地、あるいはそのようなインセンティブが働く可能性はあるのだろうか。

まず、株主の監視という点では、旧商法では、ストック・オプションは常に「無償」で付与するものと整理されたことから、有利発行として株主総会の特別決議を経るべきものと解されており、厳格な手続きを踏むことが要求されていた。また、新株予約権の発行日以降に遅滞なく新株予約権原簿を作成することが求められ、新株予約権の内容は登記事項とされていた。新株予約権原簿の作成や登記については、新たに施行された会社法においても同様である。

一方、会社法においては、ストック・オプションの付与について、必ずしも株主総会決議を要しない場合がある¹³。公開会社では、特に有利な発行に当たらない場合には、取締役会決議によってストック・オプションを発行することができる。それが取締役に対するストック・オプションの付与であれば、取締役の報酬等の決定手続きとして総会決議が必要になると解されているが、従業員への付与の場合には、そのような手続きは不要であるため、取締役会決議のみで付与できる。

もっとも、会社法では、新株予約権として募集の前に募集事項を定めなければならない

とされている（会社法 238 条）。募集事項に記載すべき事項として、新株予約権の内容（新株予約権の目的である株式の数、行使に際して出資される財産の価額や行使期間など）、新株予約権の数などととも「割当日」が規定されており、ストック・オプションの付与日は割当日に該当するとされている（ストック・オプション等に関する会計基準 2 項(6)）。公開会社以外は募集事項の決定について株主総会における決議が求められているが、公開会社の場合には、募集事項の決定は取締役会決議とされ、さらに、取締役会決議で決定された募集事項は割当日の 2 週間前までに株主に対して通知または公告しなければならないとされている（同法 240 条）。

すなわち、会社法の下では、公開会社がストック・オプションを発行する場合、有利発行でなければ、必ずしも株主総会決議を経る必要はないが、取締役に対してストック・オプションを付与する場合には、取締役の報酬等に関する総会決議が必要となり、付与日の前には募集事項を株主に明らかにしなければならないなど株主の監視が働く仕組みとなっている。

また、東京証券取引所の適時開示規則においても上場会社やその子会社の従業員等に対するストック・オプションの付与は適時開示が求められている（適時開示規則 2 条 1 項）。

第二に、ストック・オプションに関する会計上の取り扱いをみると、かつてはアット・ザ・マネーであろうとイン・ザ・マネーであろうと、会計上は費用として認識する必要はなかった。

しかし、2005 年 12 月、企業会計基準委員会から「ストック・オプション等に関する会計基準」および「ストック・オプション等に関する適用指針」が公表され、わが国でも米国会計基準や国際会計基準（IAS）と同様、費用処理が義務づけられた。これによると、会社法の施行と併せるかたちで 2006 年 5 月

1 日以降に付与されるストック・オプションについては、付与日における公正な評価額について付与日から権利確定日までの期間にわたって費用として計上しなければならない。公正な評価額を測定する新たな会計基準では、アット・ザ・マネーでもイン・ザ・マネーでもストック・オプションについてはすべて費用認識が求められる。

以上から、わが国においては、制度上は、米国よりもストック・オプションの付与に対する株主の関与の度合いが強く、株主による監視が機能しやすい仕組みとなっており、株主などに開示しないまま付与日のバックデートを行う余地はほとんどないと考えられる。また、会計上の取り扱いなどを見ても、ストック・オプションの費用処理が義務づけられる以前も、また新たな会計基準の下においても、米国のようにイン・ザ・マネーのストック・オプションをアット・ザ・マネーのものに見せかけるようなインセンティブが働くような仕組みではないと考えられる。従って、わが国においてストック・オプションの付与日の不正なバックデートが行われる可能性は極めて低いと言えよう。

V. おわりに

米国におけるストック・オプションの不正操作問題についてより重要な点は、現在、100 社以上にも上る米国企業が SEC の調査を受けているということである。SEC の調査の結果、過去に不適切なバックデートが行われていたことが明らかになれば、その企業は深刻な問題を抱えることになる。

ストック・オプションに関して適切な費用計上を行っていなかった企業は、会計処理の適正化に伴い過去の利益を下方修正する可能性がある。その際、前述のマーキュリー・インタラクティブ社のように過年度の財務諸表などを精査する必要などから財務報告の提出

が遅延することもあり得る。不正操作の疑いのある企業はナスダック上場会社が多く、ナスダックはニューヨーク証券取引所などと比べて財務報告の提出遅延による上場廃止の処置がとられやすいことから、上場廃止の対象となるリスクには注意を要する。また、不正操作に経営者が関与していたとすれば、その責任をとって辞任、あるいは解任される事態となり、違法行為が明らかであれば法的責任が問われることも十分に予想される。

今後、ストック・オプションの不正に関する調査対象の企業が更に増え、不正操作が広範に行われていたことが明らかになれば、米国資本市場を揺るがす問題に発展する可能性も否定はできない。今後とも事態の進展を十二分に見極めていく必要がある。

調査協力：木村真生子

(筑波大学大学院博士特別研究員)

- ¹ David Yermack, 1997, "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements", *Journal of Finance* 52, 449-476
- ² 異常リターンとは、実際の株価収益率と一定期間の株価のデータを基にモデルを利用して統計的に導き出される通常の収益率 (normal return) の差として定義される。
- ³ David Aboody and Ron Kasznik, 2000, "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics* 29, 73-100
- ⁴ Erik Lie, 2005, "On the timing of CEO stock option awards", *Management Science* 51, 802-812
- ⁵ Randall A. Heron and Erik Lie, 2006, "What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated"
- ⁶ 同社は 2006 年 7 月、ストック・オプションの会計処理の適正化の結果、1992 年から 2004 年の純利益について、累計で 5 億 2,537 万ドルの大幅な下方修正を行うことを明らかにした。
- ⁷ ウォールストリート・ジャーナル紙は、ストック・オプションの不正操作に関して当局から調査を受けている企業などのリストを作成し、ホームページで公開している。
<http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-optionsscore06-full.html>
- ⁸ マイクロソフト社は、1992 年から 1999 年の間に

従業員に付与されたストック・オプションが月中で株価が低いところで付与されているとウォールストリート・ジャーナル紙に報道された。これに対して、同社の広報は、「法的に問題はなくバックデートも行われていない」とコメントしている。また、アップル・コンピュータ社では、一部のストック・オプションの付与日が株価が急上昇する直前に設定されていたことが明らかにされ、社内調査の結果、1997 年から 2001 年の間に付与されたストック・オプションの中に規則に反する取り扱いがあったことを公表している。

- ⁹ 本源的価値とは市場価格から行使価格を除いた分とされ、市場価格の捉え方については二つの方法があった。一つはストック・オプションの付与日の時価で捉える方式であり、もう一つは毎会計年度の末日の時価による方式である。後者を採用した場合には費用計上が生じるため、ほとんどの企業が前者の方式を採用していた。
- ¹⁰ 制度的な問題に加え、不正操作問題の歴史的な背景として、1990 年代を通じてストック・オプションのリプライシングが市場慣行として一般的に行われており、それがストック・オプションのバックデートが容易に行われたことにつながっているという指摘もなされている。
- ¹¹ 当時の動きについては、岩谷賢伸「在り方が問い直される米国ストックオプション」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号を参照。
- ¹² ただし、小規模企業 (small business issuers) および非上場企業については、FASB 基準書第 123 号 (改訂版) の適用は 2006 年 12 月 16 日以降開始する会計年度からとされている。
- ¹³ 旧商法においては、無償で発行するストック・オプションは、特に有利な条件で発行する新株予約権として位置づけられ、株主総会の特別決議を経て発行されてきた。しかし、ストック・オプション会計の適用に伴い、会社法では、無償で発行する新株予約権＝有利な発行であるという考え方を採用せず、職務執行の対価として新株予約権を発行する限り、ストック・オプションは労働サービスの対価として公正な条件で発行する新株予約権として解釈され、取締役会決議のみで発行するものと解釈されている。