

## 論 説

### ストック・オプションの費用認識と損金算入の要件（上）

東京大学大学院教授

醍 醐 聰

#### ◆SUMMARY◆

わが国のストック・オプション制度は、平成9年5月の改正商法において導入された後、平成14年4月施行の改正商法において「新株予約権の無償発行」として新たに整備され、現在では上場、未上場を問わず広く利用されている。

一方、わが国においては、従来、ストック・オプションに関する会計基準は存在しなかったが、平成17年12月に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」が公表され、会計上はストック・オプションに係る報酬・給与について費用計上すべきこととなったことを受けて、平成18年の税制改正において、条件付きではあるが、ストック・オプション費用の損金算入を認める改正（法人税法第54条）が行われている。

本稿は、既定の会計基準が費用認識を必要とした根拠が脆弱であり、それがストック・オプションの評価にも歪みをもたらしていると指摘する筆者が、ストック・オプションに係る報酬費用の認識の可否をめぐる論点の整理及び費用認識必要説が論拠とする対価性の論証を通じて、ストック・オプションの費用認識と損金算入をめぐる問題の所在を明らかにしたものである。

(税大ジャーナル編集部)

目 次

1. ストック・オプションの費用認識と損金算入をめぐる問題の所在	2
2. 費用認識の是非をめぐる論点の整理	4
3. 費用認識必要説の論拠の検討 ～対価性の論証を中心に～	6

**1. ストック・オプションの費用認識と損金算入をめぐる問題の所在**

2005年12月に企業会計基準委員会が企業会計基準第8号として公表した「ストック・オプション等に関する会計基準」(以下、「ストック・オプション会計基準」と略す)は、役員・従業員等にストック・オプションを付与した企業の側でのストック・オプションに係る費用の計上について、次のように定めている。

「4. ストック・オプションを付与しこれに応じて従業員等から取得するサービスは、その取得に応じて費用として計上し、対応する金額を、ストック・オプションの権利の行使又は失効が確定するまでの間、貸借対照表の純資産の部に新株予約権として計上する。」

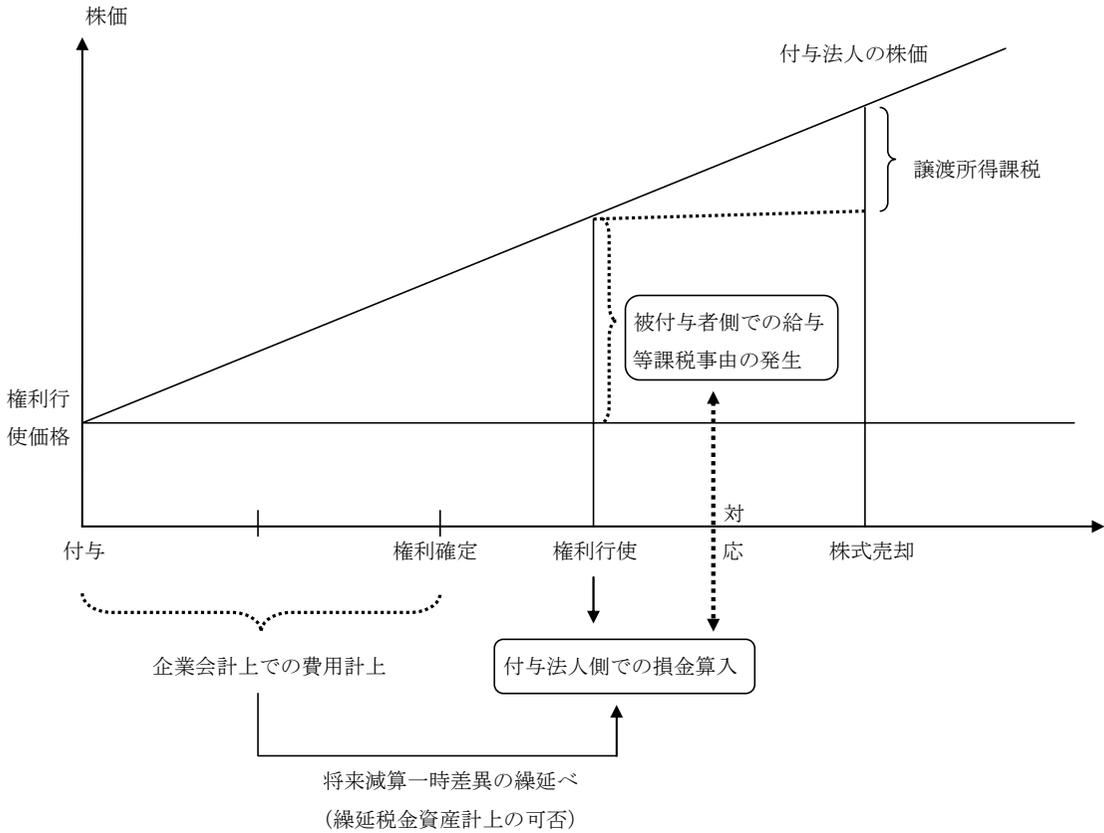
この場合、計上される費用の額(単価)は株式オプションの合理的な価額の見積りに広く受け入れられている算定技法(ブラック・ショールズ式や二項モデル等)を利用して見積もることになっている。したがって、たとえば、一定期間の勤務を条件として権利が確定するストック・オプションの場合、付与日に見積もられたストック・オプションの公正価値を付与日から権利確定日までの会計期間にわたって株式報酬費用として配分することになる。

これに対し、法人税法はストック・オプションに係る損金算入の要件・時期を次のように定めている。

「第54条 内国法人が、個人から役務の提供を受ける場合において、当該役務の提供に係る費用の額につきその対価として新株予約権(当該役務の提供の対価として当該個人に生ずる債権を当該新株予約権と引換えにする払込みに代えて相殺すべきものに限る。)を発行したとき……は、当該個人において当該役務の提供につき所得税法その他所得税に関する法令の規定により当該個人の同法に規定する給与所得その他の政令で定める所得の金額に係る収入金額とすべき金額又は総収入金額に算入すべき金額を生ずべき事由(次項において「給与等課税事由」という。)が生じた日において当該役務の提供を受けたものとして、この法律の規定を適用する。」

ここでいう「給与等課税事由が生じた日」とは当該権利の行使により取得した株式の取得についての申し込みをした日とされている<sup>①</sup>。これは会社法(第246条第2項)が新株予約権に係る金銭の払込みに代えて、ストック・オプションとして用いられた新株予約権に見合って被付与者たる役員・従業員等が提供した役務に対する報酬債権と相殺することを認めたのと整合する処理といえる。これによって、新株予約権の無償交付も一概に有利発行とはみなされず、株主総会の特別決議を要しないと解釈されている。図表1は以上説明したストック・オプションの費用計上と損金算入の関係を図示したものである。

図表1 ストック・オプションの費用計上と損金算入の模式図



となると、図表1で示したように、ストック・オプションを付与した法人においては企業会計上でストック・オプションに係る報酬費用を計上する時期と法人税務上で損金算入が認められる時期がずれることになり、税効果会計でいうところの将来減算一時差異が発生する<sup>2)</sup>。しかるに、この一時差異が解消するのは役員・従業員等がストック・オプションの権利を行使する時であるが、権利行使期間が10～30年に及び、在職中の権利行使が認められない「1円株式オプション」(後述)も広まるなかでは、将来の権利行使の時期を予測するのは容易ではない。また、株価の低迷等により権利行使されないまま行使期限が満了した場合は給与等課税事由は発生しないまま終わる。このような事情から、ストッ

ク・オプションに係る将来減算一時差異を繰延税金資産として認識するのかどうか、認識するとしたらその回収可能性をどのように判断するのかに関して難しい問題が立ちはだかっている。そのため、将来減算一時差異を繰延税金資産として計上するのかどうかをめぐって企業と監査を担当する公認会計士の間で様々な議論が交わされているようである。

しかし、ストック・オプションをめぐる企業会計と法人税務の関係を論じる場合、将来減算一時差異の取扱いもさることながら、それよりも前段(川上)の論点として、企業会計でいえばストック・オプションに見合う株式報酬費用を認識する条件ないしは根拠、法人税務でいえばストック・オプションに係る損金算入の時期の問題以前に損金算入の要件

をそれぞれ検討しておく必要がある。

というのも、法人税法はストック・オプションの付与に係る損金の算定の基礎となるストック・オプションの評価の方法については独自の規定を設けず、前記の法第 54 条第 1 項で定めた新株予約権が正常な取引条件で発行された場合は、同項の役務の提供に係る費用の額は、その新株予約権の発行の時の価額に相当する金額にすることにしている（法人税法施行令第 111 条の 2 第 3 項）。その場合、「新株予約権の発行の時の価額」とはブラック・ショールズモデル等で算定された評価額に基づいて計上される企業会計上の費用額を指すと考えられる。その結果、企業会計上でのストック・オプションの評価額は企業会計上での損益計算に直結するにとどまらず、法人税務上での損金の額にも影響を及ぼすことになる。それだけに、企業会計上でストック・オプションに係る費用を算定する方法が合理的なものかどうか、さらには費用を認識する根拠は確かなものかどうかを検討しておく必要がある。その際、本稿がストック・オプションに係る評価方法（公正価値の算定方法）にとどまらず、それ以前の株式報酬費用の認識の根拠にまで遡及した検討が必要と考える理由を説明しておきたい。

周知のようにストック・オプションに適用される会計基準として、すでに、2004 年 2 月に国際財務報告基準第 2 号「株式報酬」が、2004 年 12 月に米国財務会計基準書第 123 号改訂版「株式に基づく報酬の会計処理」<sup>④</sup>がそれぞれ公表されている。わが国でも本稿の冒頭で記したように 2005 年 12 月に「ストック・オプション会計基準」が公表されている。これらの会計基準では説明の仕方に多少の差異はあるものの、ストック・オプションの付与を持分金融商品で決済される株式報酬取引の一種とみなし、ストック・オプションの付与に応じて企業が従業員等から取得し消費したサービスを費用として計上するのを当然の

こととしている。

しかし、これら会計基準が設定される途上で交わされた費用認識の是非、根拠をめぐる議論を吟味すると既定の会計基準が費用認識を必要とした根拠ははなはだ脆弱と考えられ、それがストック・オプションの評価にも歪みをもたらしていると考えられる。節を改めて、この点を吟味してみたい。

## 2. 費用認識の是非をめぐる論点の整理

ストック・オプションに係る報酬費用の認識の可否をめぐる争点は大きく分けて 3 つある<sup>④</sup>。

1 つは、付与されたストック・オプションの公正価値とそれと引き換えに役員・従業員等が提供するサービスの間に対価性があるかどうかという争点である。費用認識の前提に疑問があるとする論者は自社株式ストック・オプションの価値は直接的には当該企業の株価と連動しており、役員・従業員等が提供するサービスと間接的な結びつきはあっても、それと十分に連動していないと主張する。これに対し、費用認識を是とする論者は合理的な経済活動を営んでいる企業が見返りもなく自社株式オプションを付与するとは考えにくいとして対価性を肯定する。

2 つ目の争点はストック・オプションの付与をどのような取引と見るのかの違いである。費用認識に根拠がないとする論者はストック・オプションの付与は新旧株主間で富を移転させる取引であって会社は取引の当事者ではないとみる。これに対し、費用認識を是とする論者は新旧株主間で富の移転が生じ得るとしても、会社が時価未満で自社株式を役員・従業員等に得させるのと引き換えに、役員・従業員等からその対価としてサービスを受領し消費するという関係がある以上、費用認識は必要と主張する。

3 つ目の争点はストック・オプションの付与が企業会計上での費用の定義を満たすのか

どうかである。費用認識に根拠がないとする論者はストック・オプションを付与する取引は付与の時点ではもとより、その後のいかなる時点でも現金その他の会社財産の流出がない以上、費用の定義を満たさないとする。これに対し、費用認識を是とする論者は、会社財産の流出がない場合でも自社株式を時価未満で購入する条件付きの権利を対価として役員・従業員等から提供を受けたサービスを消費するという事実に着目すれば費用を認識する必要があると説く。

以上の紹介からもわかるように、ストック・オプションに係る報酬費用の認識の可否をめぐる争点は結局は1つ目の論点、すなわち、付与されるストック・オプションの評価額とそれと引き換えに役員・従業員等が提供するサービスの間に対価性があるとみなすのかどうかにかかっている。なぜなら、ストック・オプションの付与を会社と従業員の間の取引とみるとしても、それだけで費用認識が正当化されるわけではない。ストック・オプションの付与によって会社が役員・従業員等に得させる価値と役員・従業員等が会社に提供するサービスとの間に対価関係があることを論証することが必要だからである。また、ストック・オプションの付与が企業会計上での費用の定義を満たすのかどうかに関しても、会社が役員・従業員からストック・オプションの付与に見合うサービスの提供を受け、それを消費するという想定が成り立たなければ、提供を受けたサービスを消費しているというだけではストック・オプションの付与に係る費用認識は正当化できない。

法人税法も先に示した新株予約権を対価とする費用の帰属事業年度の特例等を定めた第54条において、同条の規定が適用されるのは「当該役務の提供の対価として当該個人に生ずる債権を当該新株予約権と引換えにする払込みに代えて相殺すべきものに限る」としている。これは、役員・従業員等の側で給与等

課税事由が生じた時点でストック・オプションの付与に係る費用を損金に算入するのは、ストック・オプションを付与した法人が被付与者たる役員・従業員等から提供を受けた役務の対価としてストック・オプションを付与した場合に限ることを意味している。

では、内外のストック・オプションに関する会計基準はこの対価性をどのように論証、実証しているのだろうか？ これについてIASBはIFRS2の中で次のように説明している。

「BC37 . . . . 従業員が〔株式〕オプションに対し勤務サービスを提供しないとすれば、従業員は付与されるストック・オプションの代わりに何も提供しないことになる。これが正しいとすれば、そうしたオプションを発行することによって、企業の取締役は株主に対する経営の受託者としての義務に違反することになる①。」

「BC38 通常、株式又はストック・オプションは報酬体系の一部として従業員に付与される。例えば従業員は、基本給、社用車、年金、医療保険給付及び株式やストック・オプションなどその他の給付で構成される報酬体系を有している。企業が受領するサービスを、報酬体系の構成要素ごとに区分して把握すること、例えば医療保険給付に対応して企業が受領するサービスを特定することは可能ではない②。しかしそれは、従業員が、会社が提供するこうした医療保険給付に対して勤務サービスを提供していないということの意味するものではない。むしろ、従業員は報酬体系全体に対して勤務サービスを提供しているといえる③。」(下線ならびに①②③の番号は引用に当たって追加)

わが国の「ストック・オプション会計基準」も「結論の背景」の箇所付与されるストック・オプションの評価額とそれと引き換えに役員・従業員等が提供するサービスの間に対

価値があることを次のように説明している。

「36. . . . . 一般的には、合理的な経済活動を営んでいる企業が見返りも無く自社株式オプションを付与しているとは考えにくい<sup>④</sup>。そのため、審議の中では、企業が従業員等に自社株式オプションを付与した場合には、そのような自社株式オプションは、基本的には報酬性を有するものと理解すべきと考えられた。本会計基準の検討に際して実施した実態調査の結果を見ても、過半の企業が、従業員等に付与した自社株式オプションが報酬であるとの認識を持っている旨回答している<sup>⑤</sup>。さらに、直接的に報酬であるとは回答していない企業についても、業績向上・モチベーション増進等を目指したインセンティブ制度として付与していると回答しているものなど、実質的に報酬として付与しているとみられる例がほとんどであった<sup>⑥</sup>。 . . . . . すなわち、これを従業員等に付与した場合に量又は質の面で追加的なサービスの提供が期待されること自体については、あまり異論はないものと考えられた<sup>⑦</sup>。」

「企業の取引が経済合理性に基づくものであるならば、この〔企業と従業員等との間の条件付〕契約についても等価での交換が前提になっていると考えられる<sup>⑧</sup>。すなわち、企業は、ストック・オプションを付与（給付）する対象者に対して、権利確定条件（勤務条件や業績条件）を満たすようなサービスの提供（反対給付）を期待し、契約締結時点であるストック・オプションの付与時点において、企業が期待するサービスと等価であるストック・オプションを付与していると考えられる。」（下線ならびに④～⑧の番号は引用に当たって追加）

このうち、下線を付けた IFRS2 の①の記述や「ストック・オプション会計基準」の④⑧の記述は、経済合理的な企業行動を想定すればかくあるはずといった予定調和的な大味の議論で説得力のある論証とは言い難い。そこ

で、節を改めて、費用認識必要説が挙げた論拠を①～⑧に分けて逐条的に検討しておきたい。

### 3. 費用認識必要説の論拠の検討 ～対価値性の論証を中心に～

前記のとおり、IFRS2 は、従業員等にストック・オプションを付与した企業の取締役が株主に対する経営の受託者責任を果たそうとする限り、当該従業員等からそれに見合う対価として勤務サービスの提供を受けるのが当然であるという趣旨の説明をしている。同様にわが国の企業会計基準委員会も、合理的な経済活動を営んでいる企業が見返りも無く自社株式オプションを付与しているとは考えにくいとし、企業の取引が経済合理性に基づくものであれば、企業と従業員等との間で交わされるストック・オプションの付与契約は等価交換が前提になっているはずであるとみなしている。しかし、一般論としての企業の合理的行動仮説から、ストック・オプションの付与における対価値性を、さらには等価値性を導くことができるかどうかを検討しておこう。

まず、ストック・オプションの価値評価の面からいうと、現金で定期同額の報酬を支給する場合は評価の問題が生じる余地はなく、自社の業績との見合いであるいは同業他社との比較で当該報酬がおおよそ適正な水準かどうかをモニターし、報酬ガバナンスを有効に機能させることは可能である。これに対し、報酬の一部をストック・オプションで支給する場合は、かりに過剰な数量のストック・オプションを付与したとしてもそれだけの企業資産の流出があるわけではない。影響を受けるのは既存の株主で、彼らの1株あたり持分価値は希薄化するが企業価値自体に変化はないから、合理的企業行動を想定したとしてもそれがただちに適正な数量のストック・オプションの付与を保証するわけではない。また、ストック・オプションの付与をインセンティ

報酬と説明されると、既存の株主の1株当たりの持分価値を希薄化させる不公正な発行かどうかを論証するのは容易ではない。加えて、現行の会社法がストック・オプションとして新株予約権を無償発行した場合でもそれを以てただちに有利発行とはせず、役員・従業員等の報酬債権と付与企業の新株予約権払込み請求権の等価相殺という法的構成を採用し、株主総会の特別決議を以て「有利発行」も可とする形式的手続き規制を法制化しているにすぎない制度環境の下では報酬ガバナンスを有効に機能させるのはきわめて難しい。

さらに、ブラック・ショールズモデルを用いたストック・オプションの公正な単価の算定にあたって付与企業の裁量が介在する余地が随所にあることに留意しておく必要がある。ここでは、その典型例を2つ挙げておく。

1つは、ストック・オプションの権利確定条件もしくは権利行使条件とストック・オプションの公正な評価単価の関係に関する問題である<sup>6)</sup>。ストック・オプションの権利確定条件としては勤務期間基準を想定するケースが多い。しかし最近では業績基準や株価基準をそれぞれ単独で採用したり、勤務期間基準と併用したりする例が増えている。そのうち、株価基準を単独で採用した場合と勤務期間基準のみの場合と比較してみると、株価基準を採用した場合の方が権利確定のハードルが高くなる分だけストック・オプションの期待収益は勤務期間基準のみを採用する場合よりも小さくなる。その結果、他の条件は同じでも権利確定条件として勤務期間基準を採用するか株価基準を採用するかでストック・オプションの公正な評価額は違ってくるはずのところ、ストック・オプション会計基準はこうした権利確定条件違いがストック・オプションの評価単価に及ぼす影響の差異を考慮していない。

もう一つの例は過去の株価実績に基づいて株価変動性を見積もるにあたって、株価観察の頻度をどうするかという問題である。これ

について、わが国の「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」(10(2))は信頼性のある測定を行うために十分な情報量を確保できる限り、継続適用を条件に日次、週次、月次のいずれを用いてもよいとしている。しかし、株価のヒストリカル・ボラティリティの実証結果を示すまでもなく、観察の頻度を短くするほどボラティリティが大きくなる。これはたとえば月次のデータでは現れない異常な事象に起因する変動が週次なり日次のデータには反映され、それが各次のボラティリティを押し上げるからである<sup>6)</sup>。

「ストック・オプション会計基準」は付与日にストック・オプションの付与と、これに応じた役員・従業員等のサービスが等価で交換されるものと前提した上で、役員・従業員等が提供する追加的サービスの価値は信頼性を以て測定できないため、付与されたストック・オプションの価値で算定するものとしている。しかし、かくいうストック・オプションの価値は上で見たように信頼性を以て一義的に算定されるというにはほど遠いのが実情である。となれば、いずれも信頼性を以て算定できないストック・オプションの価値と役員・従業員等が提供する「追加的」サービスの価値が等価で交換されるといってみても堂々巡りの議論というほかない。先に引用したIFRS2のBC38項の下線箇所<sup>2)③</sup>で記されているように、通常、自社株式オプションは報酬体系の一部として付与されるものとしても、役員・従業員等が提供するサービスと報酬体系の構成要素を対応させることは不可能で、役員・従業員等は報酬体系全体に対して勤務サービスを提供しているというほかない。このことは「ストック・オプション会計基準」が随所でいうストック・オプションに見合う「追加的サービス」なる用語が机上の便宜的用語にすぎず、経験的事実で裏付けられた対価性を表す用語として通用するものではないことを意味している。

これに関連して、ストック・オプションを導入した企業の経営者がストック・オプションの報酬性をどのように認識しているのかを確かめておこう。「ストック・オプション会計基準」は前記の引用箇所⑤で、本会計基準

の検討に際して実施した実態調査の結果を見ると、過半の企業が従業員等に付与した自社株式オプションを報酬と認識していると述べている。しかし、当の実態調査の結果を確かめると次のとおりである。

図表2 スtock・オプションの報酬性の認識に関する実態調査  
～ストック・オプションを報酬として認識しているか～

	サンプル数	報酬である	報酬でない
公開企業	136	58.8%	41.2%
非公開企業	46	93.5%	6.5%

(出典) (財)財務会計基準機構『わが国におけるストック・オプション制度に関する実態調査』2003年、37ページ。

これをみると、非公開企業の93.5%が「報酬である」と回答しているが、公開企業の41.2%は報酬でないと回答している。また、「報酬でない」と回答した企業が挙げた理由を見ると、有効回答数の23.1%が「労働の対価性を認識するのが困難なため」と答え、20.5%が「給与・賃金体系に組み込まれていないため」と回答している。では、ストック・オプションを「報酬でない」と答えた企業はストック・オプションをどのような制度と捉えているのかというと、有効回答数の31.5%が「業績・モチベーション増加等を目指したインセンティブ制度」と答えている。このような回答結果を受けて、「ストック・オプション会計基準」は直接的に報酬であるとは回答していない企業も業績向上・モチベーション増進等を目指したインセンティブ制度として付与していると回答しているものがあり、実質的に報酬として付与しているとみられる例がほとんどであったと解釈している（前記の下線箇所⑥）。しかし、相当数の企業が「労働の対価性を認識するのが困難なため」とか「給与・賃金体系に組み込まれていないため」という理由を挙げてストック・オプションを報酬と認識していないにも拘わらず、業績・モ

チベーション増加等を目指したインセンティブ制度とみなされたストック・オプションも「報酬」として一括りにするのは、回答者の意識とずれた粗雑な解釈と思われる。

ここで議論を振り出しに戻すと、そもそもブラック・ショールズの算定式がストック・オプションの被付与者たる役員・従業員等から「追加的に」提供されるといわれるサービスの価値を決める「ミラー」としてのストック・オプションの公正価値を算定するものなのか疑問である。というのも、ブラック・ショールズの算定式は株価変動性をストック・オプションの主たる評価要素としているが、現実の株価は企業を取り巻くマクロ、ミクロの様々な変動要素の合成結果であって、ストック・オプションを付与された役員・従業員等のインセンティブだけに左右されるわけではない。このことが直感的にわかるのは株価が権利行使価格以下に下落した場合である。このような場合でもストック・オプションの付与を受けた役員・従業員等は新株予約権を放棄することで損失をゼロで抑えることができる。しかし、その逆もある。輸出に依存する企業の役員に対し、ストック・オプションの付与によるインセンティブが有効に機能し

て良質なサービスが提供されたにも拘わらず、折からの円高で輸出不振に陥り、株価が低迷して役員が報われない場合もあり得る。こうしたケースは、株価変動性がストック・オプションの価値を測る代理変数として大きな限界を持っていることを物語っている<sup>(7)</sup>。

先に述べたように、法人税法は法人が法第54条第1項に定める譲渡制限付の新株予約権を正常な取引条件で発行した場合は、その新株予約権の発行の時の価額に基づいて算定された費用額を給与等課税事由が生じる権利行使日の属する事業年度の損金に算入するものとしている（法人税法施行令第11条の2第3項）。こうした取扱いは損金算入の要件自体は企業会計の基準に委ね、損金算入の時期のみを独自に定めたものといえる。ストック・オプションの付与を受けた役員・従業員等の側で給与所得等が捕捉されるのと同じ事業年度に付与法人の側でストック・オプションに係る損金算入を認めるのはわかりやすい制度ではある。しかし、法人税法がほぼ全面的に依拠している企業会計上でのストック・オプションの費用認識の根拠、費用計上の基礎にしている付与時のストック・オプションの公正価値の算定方法には重大な疑問がある。

「役員・従業員に対するストック・オプションとしての新株予約権の付与は、法人が将来においてその役員等から受ける人的役務の対価【給与】の一括前払いの性質を持っている<sup>(8)</sup>という指摘は、付与日を測定日とするといいつながら、付与日に何の会計処理もしない現行の「ストック・オプション会計基準」の盲点を突く見解といえる。しかし、ここでも、ストック・オプションとしての新株予約権の付与がいかなる意味で将来役員等から提供される人的役務の対価の性質を持っているのかという実体論は示されていない。法人税法が利益連動型も含め、金銭による役員給与については過大報酬部分の損金不算入規定を設ける一方で（法人税法第34条第2項）、自社株

オプションによる報酬については対価性の要件を設けず企業会計の計算に委ねているのが公正妥当な税制といえるのかどうか、疑問が拭えない。

- (1) 「所得税法基本通達 23～35 共-6 の 2 株式等を取得する権利を与えられた場合の所得の収入すべき時期」による。
- (2) ただし、税制適格ストック・オプションの場合は権利行使日の属する事業年度に給与所得課税はされず、取得した株式を譲渡した日の属する事業年度に譲渡所得課税がされるため、「給与等課税事由」が発生しない。そのため、税制適格ストック・オプションの場合は将来減算一時差異が発生しない。また、税制適格ストック・オプションの場合でも権利行使がされないまま行使期限が満了した場合は「給与等課税事由」が発生せず、所得税法第36条でいうところの収入すべき金額はないことになる。その結果、権利付与法人の側ではストック・オプションの対価として役員・従業員等から役務の提供を受け、それを消費したとしても損金算入の機会はないことになる。
- (3) International Financial Reporting Standards 2（以下、IFRS2 と略す）、*Share-based Payment*；FASB Statement No. 123, *Accounting for Stock-Based Compensation (revised 2004)*。
- (4) 以下は、「ストック・オプション等に関する会計基準」の34項～38項で紹介された論点整理に対するコメントとそれに対する企業会計基準委員会の見解を要約したものである。ただし、ストック・オプションの費用認識の要否に関するこうした論点整理はIFRS2のBC33～53で紹介された議論とほぼ重なっている。
- (5) 以下は、次の文献を参照。中嶋克久・野口真人『ストック・オプション会計と評価の実務』2004年、税務研究会出版局、49～50ページ。
- (6) たとえば、中嶋・野口、同上書（71ページ）によると、2004年4月26日～2006年5月1日のソフトバンクの株価のボラティリティを月次で観察した場合は53.47%であったのに対し、週次で観察した場合は80.64%となっている。
- (7) これについては次の文献を参照。Rappaport,

---

A. “New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance,” *Harvard Business Review*, October-November, 1999; 桑原和典「日本におけるストックオプションの理論と実践」『商学集志』（日本大学）2004年6月。

また、松尾武雄は2002年中に取締役会でストック・オプションの導入を決定した企業の中から財務データを収集できたわが国の268社を対象に、被説明変数として通常の企業価値変化倍率とボラティリティの影響を排除した企業価値・ボラティリティ比率を用い、説明変数としてストック・オプションの規模を示すストック・オプション付与数等を用いた回帰分析を行っている。それによると、ストック・オプションを初めて導入した企業ではストック・オプションの企業価値への影響が確認されたが、ストック・オプションを繰り返して導入した企業ではその影響は存在しないか、存在したとしても初めて導入した企業の場合と比べて小さかったという実証結果を報告している。こうした大きな違いが生じた理由について松尾は、「過去に繰り返してストックオプションを導入してきた企業でボラティリティの大きい企業では、経営者は努力と無関係な株価変動で得られるストックオプション所得が期待できるため、努力を怠ってきた可能性が高い」と推論している（松尾武雄「ストックオプション効果の実証分析」『同志社大学経済学論集』58巻4号、2007年、48～49ページ）。

- (8) 金子宏『租税法〔第14版〕』2009年、303ページ。