

# ストック・オプション利用に関する実態調査

## A survey of a stock option usage in Japanese firms

遠谷貴裕

Takahiro Toya

### 要旨

本論文では、わが国における会社法制定後のストック・オプションに関する付与実態を調査している。2001年の商法改正以降、わが国企業においてもストック・オプションを利用する企業が増加し、近年では約4割が同制度を導入している。しかし、ストック・オプションがどのような企業で、どのように使われているのかといった実態についての調査や、同制度に関する研究については欧米と比較して進んでいるとは言えない。これは、同制度に関するデータベースがわが国においては作成されていないことが大きな要因であろう。そこで、本論文ではわが国におけるストック・オプションの利用実態を調査し、利用状況を明らかにすることを目的としている。

[キーワード] スtock・オプション、経営者報酬

1. はじめに
2. スtock・オプションの利用とエイジェンシー仮説
3. スtock・オプション利用の実態
4. まとめ

### 1. はじめに

本論文では、2006年から2012年にかけてのストック・オプションに関する利用実態を調査している。従来、企業は経営者に固定報酬や制限付株式 (Restricted Stock Units、以下RSU) のみを支払ってきたが、1980年代にこうした報酬に対する経営者のリスク回避的行動が問題視されるようになった (Bryan et al.[2000])。RSUとは、一定の株式を数年にかけて分けてもらう権利のことで、株式そのものを直接かつ無償で付与する方法のことである。しかし、RSUによる現物付与は、「株価＝報酬金額」となっているため、いつ権利行使しても利益の得られる仕組みとなっている。そのため、リスク回避的な経営者はリスクの高いプロジェクトを選択しないと問題点を改善できないと指摘されていた。そこで、企業はリスク回避的な経営者も含めた経営陣全体に対して、どのようにインセンティブを与えるかが重要な課題となっていた。

投資家は経営者にリスクのあるプロジェクトを採択し、企業価値を高めるような行動を

とって欲しいと願っている。企業は様々な投資機会集合を有しているが、その詳細は経営者にしか完全にはわからない。つまり、投資家や株主は情報の非対称性により、この投資機会集合を知ることはできない。そこで、投資家はストック・オプションを含むインセンティブ報酬を導入することにより経営者にリスクのあるプロジェクトへの投資を促すインセンティブを与える。ストック・オプションはこのような経営者のインセンティブを高める報酬手段として特にアメリカで注目されてきた。

わが国でも、1997年に議員立法として制定され、2001年の商法改正により普及が拡大し、2006年の会社法制定により費用化が強制されるようになった。ストック・オプションの導入は市場の評価も高く、近年ではその付与割合も4割近くとなっており、多くの企業が同制度を利用している。そこで、本稿では、2006年の費用化以降に関して、ストック・オプションに関するデータを整理し、付与の実態を明らかにすることを目的としている。村松[2013]において権利行使の状況の詳細な分析はなされているが、付与の内容や業種、年数等に関しては詳述されていない。本稿ではその点を詳細に調べていることで、村松[2013]を補完している。

以下では、まず2節でストック・オプション制度導入とエイジェンシー仮説との関係を概観する。そして、3節でわが国における当該制度の付与実態を明らかにし、4節でまとめを述べる。

## 2. ストック・オプションの利用とエイジェンシー仮説

エイジェンシー仮説とは、情報の非対称性のもとで、株主と経営者の利害対立に焦点を当てたものである。両者の間に利害対立がある場合、情報の非対称性があるため、株主の利益を犠牲にして経営者が自身の私的便益の最大化のために機会主義的行動をとる可能性がある。このようなモラルハザードを回避する為に、株主はコストをかけて経営者を監視する必要がある、このコストが大きいほど投資家による当該企業の評価は低くなる。こうした経営者のモラルハザードを抑制するためには、企業の内部から経営者の行動を規律付ける、あるいは経営者と株主の利害が一致するような報酬システムを導入する方法がある。

ストック・オプションは、あらかじめ決められた特定の（権利行使）価格で株式を購入でき、権利行使価格と株式の市場価格との差額を権利行使時の利益（報酬）とする報酬制度の一つである。そのため、一般的に従業員や取締役などへの業務に対するインセンティブを上げるために付与し、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。業績向上にむけて経営者の努力水準が向上することで、結果的に株主と利害が一致し、両者の利害対立を緩和させることができる。つまり、経営者の株主意識を高めることで、両者の利害対立が緩和し、そしてエイジェンシー・コストの低減へとつながる。そのため、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]）。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<sup>1</sup>。

### 3. スtock・オプション制度導入企業の概要

わが国でストック・オプションは1997年より使われるようになった。しかし、当時の基準では非常に要件が厳しく、導入初年度の6月末の株主総会において導入を決定した企業は33社であった<sup>2</sup>。その後、2001年の商法改正により大幅に規制が緩和され、利便性が高まったことにより多くの企業が同制度を利用するようになり、2004年には公開企業の3分の1が利用するようになっていた。2006年の会社法制定により費用化が強制されたが、2010年6月時点でも上場企業の約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。そこで本節では、2006年以降のわが国におけるストック・オプションの付与実態について調査する。

#### 3-1. 年度別ストック・オプションの推移

本節では新株予約権制度導入企業の特徴について詳述する。新株予約権とは、株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利をいう（会社法第2条21号）<sup>3</sup>。新株予約権は2001年の商法改正により導入された。新株予約権によるストック・オプションの付与には、株主総会の特別決議が必要であった<sup>4</sup>。従来その後2006年の会社法制定により、新株予約権によるストック・オプションの付与は役員報酬の一部とみなされ、費用化が強制されるようになった<sup>5</sup>。しかし、役員報酬の一部とみなされたことでこれまで必要であった株主総会の特別決議を経なくてもよく、報酬としての普通決議のみでよくなった<sup>6</sup>。

新株予約権によってストック・オプションを発行している企業の体系的なデータはわが国にはまだ存在しない。そこで、eolと日経バリューサーチの2つのデータベースを用いて、新株予約権の適時開示資料を公表した企業を検索した。その結果、会社法施行初年度の2006

<sup>1</sup> 株主との利害対立の緩和のために導入するものとして、ほかにも業績連動型報酬がある。これは単年度のインセンティブ賞与で、経営者の近視眼的行動を引き起こすとの問題が指摘されていた。ストック・オプションはこれとは異なり、中長期的な視点から経営を行なわせることを目的としており、過度に短期的な成果の追及を回避するために用いられている。

<sup>2</sup> 詳しくは吉田[1997]を参照。

<sup>3</sup> 新株予約権として企業が発行するものは、ストック・オプション、第三者割当増資、株主割当と新株予約権付の社債の4つがある。

<sup>4</sup> 当時はストック・オプションの発行はすべて有利発行とみなされていたため、株主総会による有利発行決議を行わなくてはいけなかった。

<sup>5</sup> 費用額については、ブラック・ショールズモデルなどの合理的なモデルを用いて公正な評価額を算定することとしている。

<sup>6</sup> 有利発行に該当する場合は従来どおり株主総会の特別決議を必要とする。

年5月以降にストック・オプションを発行したのは421企業年度であった<sup>7</sup>。その後、毎年500件を超えるストック・オプションの発行がなされている。2006年5月から2012年4月までの間にストック・オプションを付与した企業数を図表1に示している<sup>8</sup>。

ストック・オプションに関しては2008年に510件の発行があった以降、若干件数が減少している。これは2008年9月に起きたリーマンショックの影響があると考えられる。リーマンショック以降は世界的な株安に見舞われたことから、ストック・オプション

の発行を控えた企業があったと考えられる。しかし、その後は持ち直し、2011年にはリーマンショック以前と同水準まで回復していることがわかる。

ストック・オプションの付与はインセンティブ目的だけではない。近年では退職慰労金の廃止に伴い、1円ストック・オプション（株式報酬型ストック・オプション）を付与する企業が多くなってきた。従来、退職慰労金は役員別の単年度単価に役位に在任した年数を乗じ、在任した役位の金額を通算するやり方で見積もっていた。この制度は固定的、年功的報酬制度として日本型の終身雇用制度に合わせた報酬制度であったが、長期に在任すれば金額が増えることに多くの不満が集まり、同制度を廃止する企業が増えてきた。タワーズペリンの調べでは、退職慰労金の廃止を決定した企業は2004年に101社、2005年198社、2006年242社、

2007年には230社と多くの企業が退職慰労金を廃止している<sup>9</sup>。では、退職慰労金の廃止と1円ストック・オプションの関係はどのようになっているのか。以下の表は1円ストック・オプションの導入企業数の年度別推移を表している。

図表2から明らかなように、退職慰労金の廃止が増えるのに合わせて、1円ストック・オプションを付与する企業が増えてきている<sup>10</sup>。付与数は通常のストック・オプションが2008年のリーマンショック後は2011年まで

図表1. 年度別付与企業数

年度	Obs.	
2006	391	(5月から)
2007	495	
2008	510	
2009	483	
2010	462	
2011	505	
2012	103	(4月まで)
All	2949	

図表2. 年度別1円ストック・オプション付与企業数

年度	Obs.
2006	71
2007	119
2008	154
2009	159
2010	173
2011	210
2012	43
All	929

<sup>7</sup> 適時開示資料により付与者や付与数がかかる企業で、実際に株主総会で決議をし、付与が完了した企業数である。

<sup>8</sup> 同一企業が同一年に2回付与した場合は2としてカウントしている。

<sup>9</sup> 2007年4月に「租税特別措置法上の準備金および特別法上の引当金又は準備金並びに役員退職慰労金引当金等に関する監査上の取扱い」が改訂されたことにより、退職慰労金にかかわる内規を設けている企業においては退職慰労引当金を計上しなくてはならなくなったことも同制度の廃止に拍車をかけた。

<sup>10</sup> 外国人投資家や機関投資家による役員退職慰労金の支給議案に対する反対意見も半分近くに増加していた。一方でストック・オプションの導入決議に関しては9割以上の賛同があった。

減少傾向にあるのに対し、1円ストック・オプションは一貫して増加している。これは、1円ストック・オプションが通常のものとは異なり、線形の増加関数となっていることが原因としてあげられる<sup>11</sup>。つまり、株価の上昇・下落にかかわらず、権利行使をすれば必ず株価分の利益を得られる仕組みとなっているため、景気後退期においても利用を控える必要がなかった。さらに、退職慰労金の代わりに付与するストック・オプションは権利行使可能期間が非常に長く、また、退職後にしか権利行使できないものが多いため、通常のストック・オプションと比較すると付与時期を考慮する必要がないことも不景気でも付与数が減少しない理由としてあげられる。

### 3-2. 市場別、業種別推移

市場別の付与企業数をみてもみる。図表3は市場分類別付与企業数を示している。東京証券取引所第一部が最も多いが、これは上場企業数が多いためである。東京証券取引所第2部、マザーズ、ヘラクレス、ジャスダックといった新興市場においても利用が盛んである<sup>12</sup>。たとえば、マザーズとジャスダックの上場企業総数が1,070社（2014年1月6日現在）であることから、同一企業による複数発行を差し引いても同制度の利用が多いことがわかる。新興市場の企業は資金的に潤沢でない場合があり、ストック・オプションを現金報酬の代わりに用いている場合がある。アメリカと同様に資金が潤沢でない企業が当該制度を利用することにより、優秀な社員にインセンティブ報酬を与えている可能性を示唆している。

図表3. 市場分類別付与企業数

市場分類	Obs.
東証1部	1791
東証2部	197
マザーズ	237
大証1部	20
大証2部	31
名証セントレックス	50
福証 Q-Board	1
札証アンビシャス	7
ヘラクレス	183
ジャスダック	432
All	2949

次に、年度別業種別によるストック・オプションの付与状況をみたものが図表4である。分類される企業の数にもよるが、サービスが多く付与していることがわかる。これは日経業種中分類において、サービス業に分類されている企業数が多いことに起因する。他には電気機器、化学、商社、小売といったところが比較的多くストック・オプションを採用・利用していることがわかる。逆に電力、鉄道・バスといったインフラに関わる分野の企業はあまり付与していない。これは、同制度がインセンティブを与える目的であることに原因があるように思われる。インフラ企業の場合、

<sup>11</sup> 制限付株式は権利行使価格がゼロであるため、線形のペイオフスケジュールを有しており、トツ型のペイオフを持つストック・オプションとは本質的に異なっていた。詳しくは Smith and Stulz[1985]を参照。  
<sup>12</sup> 本来であれば、各市場の企業数で割ることによって利用率を求めるべきであろうが、複数発行の企業も含まれているため、今回は行わなかった。

政治的コストが大きく、インセンティブ報酬を与えても業績に対するコミットが向上する可能性が低いことが考えられる。

図表4. 年度別業種別付与企業数

業種	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Obs.
食品	7	11	10	13	10	11	1	63
繊維	8	10	10	8	8	11	2	57
パルプ・紙	2	2	4	4	2	3	0	17
化学	25	34	43	34	38	36	5	215
医薬品	8	14	15	15	16	21	2	91
石油	1	1	1	1	0	0	0	4
ゴム	0	2	3	4	1	1	0	11
窯業	6	8	7	11	8	10	0	50
鉄鋼	4	5	3	3	3	2	0	20
非鉄金属製品	4	3	7	4	5	5	2	30
機械	17	27	25	27	24	26	1	147
電気機器	48	58	38	35	31	37	8	255
造船	0	0	0	1	1	1	1	4
自動車	13	14	16	12	13	10	1	79
精密機器	11	11	9	11	8	13	3	66
その他製造	15	21	9	9	8	11	5	78
水産	1	1	1	1	2	1	0	7
鉱業	0	0	0	1	1	1	1	4
建設	6	8	10	12	9	10	0	55
商社	34	30	37	38	38	42	5	224
小売業	44	44	63	48	47	51	14	311
不動産	17	20	25	18	25	17	4	126
鉄道・バス	0	0	0	0	1	2	1	4
陸運	0	3	2	2	3	6	0	16
海運	2	2	2	2	4	3	1	16
空運	1	1	1	1	1	1	0	6
倉庫	1	4	3	0	1	1	0	10
通信	6	18	12	8	19	5	3	71
電力	0	0	0	0	1	1	0	2
ガス	0	0	0	1	1	1	1	4
サービス	110	143	154	159	133	165	42	906
合計	391	495	510	483	462	505	103	2949

また、図表4から2008年から2010年にかけて利用企業が減少してはいるが、化学や小売りを除くと多くの業種においてほぼ同数の企業が継続的に利用していることがわかる。これは新規にストック・オプションを導入する企業が必ずしも多くはなく、ほとんど同一業種においては同一企業が継続的にストック・オプションを付与している可能性を示唆している<sup>13</sup>、<sup>14</sup>。2006年以前のデータはまだ入手していないが、会社法施行前後においての差も合わせてみることにより、同制度の利用が長期に継続的か、あるいは単発で利用しているのかがわかるだろう。

### 3-3. 勤務期間、権利行使可能期間の状況

ストック・オプションは付与後、勤務期間を経て権利行使可能期間に入るものが多い。これはストック・オプションの付与が中長期的な業績向上への意識を高めるためである。つまり、権利行使までには一定期間かかるのが一般的である。この勤務期間や権利行使期間は企業毎に独自に設定している。図表5では、全サンプルの勤務期間を示している。

図表5. 勤務期間の状況

勤務期間	Obs.
0-1年	1187
1-2年	780
2-3年	877
3-4年	83
4-5年	14
5-6年	5
7-8年	2
8-9年	1
All	2949

勤務期間は0-1年未満のものが最も多いが、これは1円ストック・オプションによる影響である。図表2において、1円ストック・オプションの年度別付与

数を示しているが、すべてのサンプルにおいて勤務期間は1年以内である。これらの企業は役員退職金制度を廃止し、その代わりに退職後行使可能なストック・オプション制度を導入している。1円ストック・オプションは、通常勤務期間は設けてはいない。しかし、退職後に限り権利行使可能としているため、勤務期間がなくても、退職するまでは権利行使することができない。そのため、実質として「勤務期間=退職するまで」となっている<sup>15</sup>。

次に示すグラフ(図表6-1)は1円ストック・オプションを除いたサンプルの勤務期間である。グラフから多くの企業で2年前後で権利行使可能となることがわかる。これは、通常のストック・オプションの場合、中長期的なインセンティブを与えることを目的としているため、早期に権利行使を行わせることで起こる近視眼的な行動を取らないようにするための措置と考えられる。また、最大では8年の勤務期間を置いている企業もあった<sup>16</sup>。

<sup>13</sup> 発行が一度しかない企業は298社であり、全体の1割程度であった。なお、1円ストック・オプションが45社でそれ以外が253社であった。

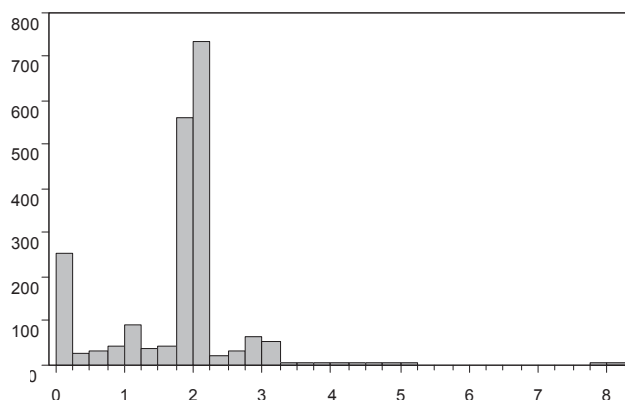
<sup>14</sup> 10回以上発行している企業は46社、最高でヤフーが27回発行していた。

<sup>15</sup> 通常は勤務期間を考慮して長期の権利行使可能期間を設けているが、住友商事のように退職後10年間権利行使可能と退職後からの年数を記している企業もあった。

<sup>16</sup> これは東計電算という企業であるが、従業員2名に付与している。付与理由も他の企業と同じように業績への意識の向上を上げてはいるが、具体的になぜ8年だったのかの理由は書かれていない。

通常のストック・オプションの平均勤務期間は 1.7 年（中央値は 2.0 年）となっていた<sup>17</sup>。70%以上の企業がほぼ 2 年で権利行使可能となる。ストック・オプションは元々単年度の業績連動型報酬（年次インセンティブ）による過度に近視眼的な経営戦略を回避し、年次インセンティブを補完することを目的としている。そのため、年次インセンティブよりは長い勤務期間（業績評価期間）を設定する必要がある。グラフをみると、勤務期間 1 年未満でも、特に付与直後に権利行使可能になるものが多いことがわかる。これらのサンプルは税制非適格ストック・オプションとして損金算入目的で発行しているものが多い<sup>18</sup>。

図表 6-1. 1円ストック・オプションを除いた勤務期間



図表 6-2. 1円ストック・オプションを除いた勤務期間

年数	Obs.
0-1 年	379
1-2 年	805
2-3 年	760
3-4 年	58
4-5 年	13
5-6 年	2
7-8 年	2
8-9 年	1
All	2020

以下の図表 7 では、1 円ストック・オプションも含めた権利行使期間の分布を示している。すべてのストック・オプションを含めると、平均権利行使可能期間は 10.2 年（中央値 5.0 年）であった。権利行使可能期間が 40 年を超えるサンプルは 24 サンプル、9 企業であった<sup>19</sup>。サンプルから 1 円ストック・オプションを除いた場合のグラフが図表 8-1、8-2 である。もっとも権利行使可能期間が長いのは 30 年であった<sup>20</sup>。つまり、権利行使可能期間が 30 年を超えるサンプルはすべて 1 円ストック・オプションであった。1 円ストック・オプションを除いた企業の権利行使可能期間の平均は 4.7 年（中央値 4.0 年）であった。ほとんどの企業において 10 年以内に権利行使期間が終わる。これは税制適格を得る目的もあると考えられる。税制適格を受けるためには、割当契約において権利行使期間が 2 年を経

<sup>17</sup> 1 円ストック・オプションを含めると平均 1.3 年（中央値 1.8 年）となった。

<sup>18</sup> 税制非適格ストック・オプションは権利行使時に課税されるが、損金算入できるという税務上のメリットがある。

<sup>19</sup> 9 企業とは日清食ホールディングス、ロート、太平洋工、東栄住宅、プレナス、東海物産、ウェルネット、マツキョHD、サコスである。これらすべて株式報酬型の 1 円ストック・オプションであった。

<sup>20</sup> これはセプテーニホールディングスであるが、適時開示情報を公表した日の株価が 153,000（調整済終値 765）で権利行使価格が 7 円であった。また、同日に従業員に付与した分に関しては権利行使価格が 153,000 円であった。

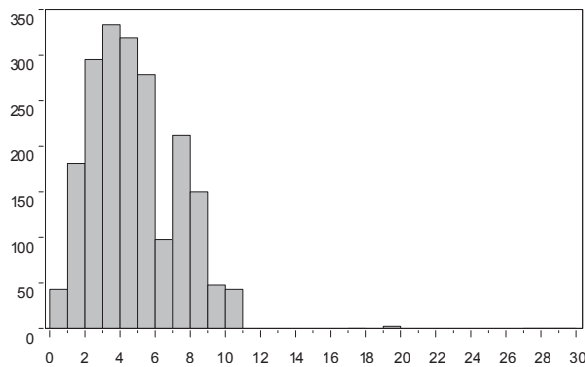


過した日から当該決議の後10年を経過するまでの間に収めなくてはならないとされている（租税特別措置法第29条の2）。そのため、税制適格を得るためにこの期間にストック・オプションの権利行使可能期間が集中していると考えられる。

図表7. 権利行使可能期間の状況

権利行使可能期間	Obs.	権利行使可能期間	Obs.
0-1年	62	17-18年	2
1-2年	201	18-19年	4
2-3年	306	19-20年	87
3-4年	339	20-21年	197
4-5年	327	24-25年	5
5-6年	305	25-26年	29
6-7年	101	27-28年	6
7-8年	239	28-29年	4
8-9年	158	29-30年	35
9-10年	55	30-31年	305
10-11年	58	32-33年	1
11-12年	3	35-36年	11
12-13年	3	40-41年	18
13-14年	2	42-43年	1
14-15年	6	43-44年	1
15-16年	69	50-51年	4
16-17年	5		
		All	2949

図表8-1. 1円ストック・オプションを除いた権利行使期間

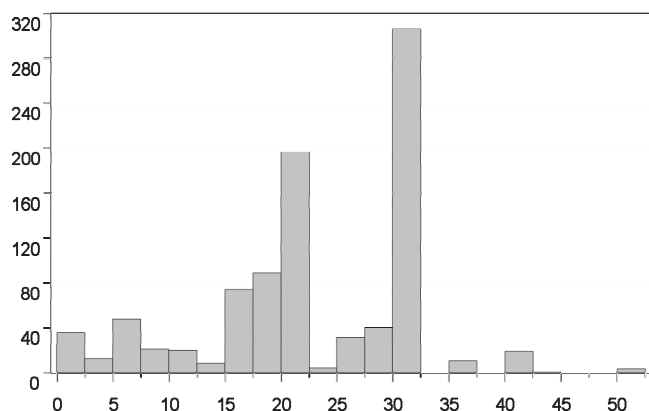


図表8-2. 1円ストック・オプションを除いた権利行使期間

年数	Obs.	年数	Obs.
0-1年	48	8-9年	142
1-2年	273	9-10年	49
2-3年	477	10-11年	43
3-4年	301	17-18年	1
4-5年	273	19-20年	3
5-6年	110	27-28年	1
6-7年	91	28-29年	1
7-8年	206	29-30年	1
		All	2020

一方、1円ストック・オプションの権利行使可能期間の分布は図表9-1、9-2のようになった。権利行使可能期間の平均は22.1年（中央値20.0年）であった。通常のストック・オプションと比べても非常に長い権利行使可能期間となっている。これは、先に述べたように、退職時期が分からないため、いつから権利行使可能と設定しにくく、実質として権利行使可能期間の中に勤務期間も入っているためである。20年と30年前後の権利行使可能期間の企業が多いのが見てわかる。最も長い企業で50年の権利行使可能期間を設定していた<sup>21</sup>。

図表9-1. 1円ストック・オプションの権利行使期間



図表9-2. 1円ストック・オプションの権利行使期間

年数	Obs.	年数	Obs.
0-1年	19	17-18年	1
1-2年	15	18-19年	4
2-3年	6	19-20年	84
4-5年	27	20-21年	197
5-6年	8	24-25年	5
6-7年	8	25-26年	29
7-8年	21	27-28年	5
8-9年	7	28-29年	3
9-10年	6	29-30年	34
10-11年	21	30-31年	305
11-12年	3	32-33年	1
12-13年	3	35-36年	11
13-14年	2	40-41年	18
14-15年	6	41-42年	1
15-16年	69	42-43年	1
16-17年	5	50-51年	4
		All	929

#### 4. まとめ

本稿では、2006年以降のストック・オプションの利用実態を、市場別・業種別に概観した後、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年程度で失効することが明らかになった。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。

もちろん、本当にストック・オプションの付与が経営者に業績向上のインセンティブを与えたかどうかに関しては今後の研究が必要である。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 Kaznik[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

<sup>21</sup> 50年と設定していたのは東栄住宅、サコス、太平洋工業であった。

告されている。わが国においては付与数が欧米と比較すると格段に少なく、かつ、固定報酬が多いためそのような利益を管理するというインセンティブはそれほど多くはないだろう。しかし、影響が少ないことが企業や経営者に与える影響を調査する必要があるとはならない。同制度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。

#### 謝辞

本研究を行うにあたって、文部科学省科学研究費補助金若手研究（B）（研究課題番号24730399）を受けている。ここに記して感謝を申し上げる。

#### 【参考文献】

- [1]Aboody. D., and Kaznik. R. [2000] “CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures.” *Journal of accounting and Economics* 29(1):73–100
- [2]Bergstresser, D., and Philippon. T. [2006] “CEO Incentives and Earnings Management.” *Journal of Financial Economics* 80: 511–29.
- [3]Bryan, S., Hwang, L., Lilien, S. [2000] “CEO stock option awards: an empirical analysis and synthesis of the economic determinants.” *Journal of Business* 73: 661–694.
- [4]江頭憲治郎[2011]『株式会社法第4版』有斐閣。
- [5]企業会計基準委員会[2005]『企業会計基準第8号「ストック・オプション等に関する会計基準」』
- [6]企業会計基準委員会[2006]『改正企業会計基準適用指針第11号「ストックオプション等に関する会計基準の適用指針」』
- [7]村田郁夫[2013]「わが国におけるストックオプションの権利行使状況」,彦根論叢(395),128-137.
- [8]Smith, C. W., and Stulz, R. M. [1985] “The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20(December):391-405.
- [9]吉田寿[1997]「日本型ストックオプションの現状と課題」,*SRIC report*,Vol.3. No.1:17-28.
- [10]タワーズペリン編 [2008]『「経営者報酬」の実務詳解』中央経済社。
- [11]山下克之[2013]『ストック・オプション会計』白桃書房。
- [12]Yermack, D. [1995] “Do corporations award CEO stock options effectively?” *Journal of Financial Economics* 39:237–269.