

わが国における ストックオプションの 権利行使状況

村松郁夫

Ikuo Muramatsu

滋賀大学 経済学部 / 准教授

ストックオプションは株式を原資産とするコール・オプションであり、発行会社が自社の取締役や従業員に割当ててものを特にストックオプションと呼ぶ。わが国では1997年に制度が導入されたが、株価が行使価格を上回る時には権利行使が利益をもたらす、利益幅と株価が連動するというオプションの仕組み自体は、バブル期に大量発行されたCB（転換社債）やWB（新株引受権付社債）などに付されたものと変わるところはない。ただし、標準的なストックオプションは無償で付与されるため、リターンがマイナスとなることはない。このように、取締役や従業員などの企業価値向上に対するインセンティブを喚起する目的で導入される株価連動型報酬制度として、ストックオプションは設計されるものである。

わが国におけるストックオプションについては、自己株式取得の原則自由化（2001年）、新株予約権への統一（2002年）により、付与件数が急増しその後も増加傾向が続いたが、ストックオプションの費用計上義務化（2006年）により、その件数は減少に転じている。ただし、2006年以降の減少傾向は、制度改正の影響のみならず、わが国株式市場のトレンドの影響も加味する必要がある。また、近年、株式報酬型や有償発行など、ストックオプションの多様化も進んでいる。さらには、信託を利用した日本版ESOP（Employee Stock Ownership Plan）も広がりを見せている。

制度化以降、ストックオプション導入の決定要因やストックオプション導入と企業パフォーマンスの関係などについて、ファイナンス分野で実証研究が蓄積されてきた。ストックオプション導入がエージェンシー問題の解消につながる経営環境はどのようなものか、ストックオプションを付与

された経営者や従業員が株価上昇に対するインセンティブを持ったのか、そして実際に成果に結びついたのかなど、ストックオプション導入に焦点を当てた検証がなされてきた。一方、会計や法律の分野では、会社法施行後のストックオプション費用計上に絡んでオプション・プレミアムの評価や課税といった面からさまざまな検討がなされている。

本調査の目的は、ストックオプションの権利行使状況の実態を把握することを通じて、それが報酬制度として機能しているのか否かを探ること、ならびに、ストックオプションのプレミアム評価においてブラックボックスとなっている残存期間に関する事実を蓄積することにある。報酬に関しては、付与されたストックオプションの権利行使がほとんど進んでいないという状況が見られるならば、ストックオプションは絵に描いた餅にすぎない。プレミアム評価に関しては、費用として計上される評価額が不正確であれば、企業価値に対する影響を株主は見過ごさないであろう。なお、わが国において、ストックオプションの付与決議に関するデータは定期的に公表されているが、その後の権利行使状況に関するデータは皆無であるため、パイロット・スタディとしてデータベースを構築した。

II | ストックオプションの種類

ストックオプションが権利行使された場合、発行会社は、新株発行ないし自己株式交付により必要となる株式をまかなう。このうち自己株式については、取得が原則自由化されたのは2001年(処分を含めると2002年)である。同時期にCB、WB、ストックオプションなどに付与されるオプションが新株予約権に統一され、利用環境が整うとともに自由度も高まったため、ストックオプションの導入

が進んだ。以下では、新株予約権制度導入以前の方式について簡単に振り返りつつ、付与事例の多い代表的なストックオプションについて、それぞれの特徴を整理する。

1. 擬似ストックオプション

1994年の商法改正により、使用人への譲渡のための自己株式取得は認められることになったが、これは従業員持株制度を念頭に置いたもので、譲渡対象に取締役や第三者は含まれなかった。そのため、業績に連動するオプション、いわゆる成功報酬型ワラントとして付与されたのが、擬似ストックオプションである。分離型WBの発行、ワラント買い戻し、社債償還を通じて、ワラントのみを取り出す。これを取締役や第三者に付与することでストックオプションとして機能させるものである。

その後、ストックオプションが制度化されると同時に取締役への自己株式譲渡も認められることになった(1997年)が、第三者に対する譲渡は解禁されなかった。そのため、新株予約権制度(2002年)において付与対象者に関する制限がなくなるまで、外部のステークホルダーに対する成功報酬型ワラントとしてWBを利用する事例が多く見られた。ただし、これは現行制度下での第三者割当による新株予約権発行に相当するものであり、ストックオプションではなく、あくまでワラントである。

2. 自己株式方式と新株引受権方式

自己株式方式とは、ストックオプションの権利行使時にあらかじめ取得しておいた自己株式を交付する方式をさし、1997年6月1日から利用可能となった。また、新株引受権方式とは、ストックオプションの権利行使時に新規発行株式を交付する方式をさし、1997年10月1日から利用可能となった。付与条件としては、付与株式数は発行済株式

総数の10分の1以下、権利行使期間は10年以内などと定められた。正式にストックオプション導入の扉が開かれたことを受けて、この2つの方式によるストックオプションは、2002年4月1日に新制度として新株予約権方式に統一されるまでの間、多くの企業により導入された¹⁾。

ストックオプションは権利行使にともない既存株主持分に対する希薄化効果を持つため、付与決議については、自己株式方式では定時株主総会の普通決議によるとされたのに対して、新株引受権方式では定款の定めと株主総会の特別決議が必要とされた。ただし、自己株式方式については、手続上、自己株式取得に関する定時株主総会の普通決議がさらに必要となる。このような制度上、手続上の違いはあるが、既存株主に対する希薄化効果の点については、両者に大きな差があるとはいえない。それは、2002年以降、取得自己株式は資本控除項目として処理することとされた点からも推測できる。自己株式取得前を基準とするならば、確かに新株発行のみが希薄化をもたらすといえるが、取得後の自己株式の再放出を希薄化と捉えることに無理があるとは思えない。

3. 新株予約権方式

(1) 通常型ストックオプション

2002年4月1日施行の改正商法で導入された新株予約権の大きな特徴は、①単独で発行可能、②付与対象者に制限なし、③付与株式数および権

利行使期間の制限なし、などの制限緩和がなされたことである。単独発行可能、付与対象者の制限撤廃により、擬似ストックオプションのようなホームメードなスキームは必要とされなくなったため²⁾、2006年5月1日施行の会社法によりストックオプションの公正評価額を費用として計上することが求められるようになるまでの間、商法に基づく、いわゆる「ストックオプション（新株予約権）」の付与が全盛期を迎えた。以下、商法および会社法に基づく「ストックオプション（新株予約権）」を通常型ストックオプションと称し、次に述べる「株式報酬型ストックオプション（新株予約権）」と区別する。

(2) 株式報酬型ストックオプション

近年、役員退職慰労金制度を廃止し、代替として株式報酬型ストックオプションを発行する企業が増えている。「年功的および報酬の後払い的要素が強い」役員退職慰労金制度を廃止し、「株価変動のメリットとリスクを株主と共有する」ことを通じて、「企業価値向上、株価上昇への意識を高める」ために、「株価と役員報酬の連動性が高まる」株式報酬型ストックオプションを導入するというのが、適時開示情報における典型的な説明である。

株式報酬型ストックオプションの特徴は、権利行使価格が1円とされることである。また、役員退職慰労金の代替として付与される場合、権利行使期間を長期に設定したうえで、地位の喪失を行使条件とするのが一般的である。権利行使価格が1

1) 導入社数は、自己株式方式455社、新株引受権方式654社、両者37社(内数)であった。

2) 制度上、旧来の転換社債(CB)と新株引受権付社債(WB)は、それぞれ、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債と呼ばれるようになったが、CBとSB(普通社債)でオプションの有無をアレンジできるため、WBの発行はほぼ皆無となった。

3) 2012年末現在、89社が発行決議、そのうち87社が102件の有償ストックオプションを発行している。

円であるため、株式報酬型ストックオプションは、実質的には、付与対象者に対する自社株支給、退職時まで権利行使ができない点を踏まえると、譲渡制限付株式の支給に相当するといえる。つまり、権利行使時の株価が付与時の株価を上回れば株価変動のメリットを享受することになり、逆に下回る可能性が株価変動のリスクということになる。

(3) 有償ストックオプション

有償ストックオプションは、公正価格にて有償で発行されるタイプの新株予約権である。会社法で規定される特に有利な条件で発行されるものではないとの判断により、株主総会の承認を得ることなく、取締役会の決議のみで発行される。発行の容易さのみならず、権利行使にかかる課税についても税制適格要件を考慮する必要がないため、近年、有償ストックオプションの発行は増加傾向にある³⁾。また、一般に、ストックオプション取得の対価となる公正価格を低く抑えるために、発行後の利益水準や株価に関するノックインないしノックアウトなどのバリア条項を権利行使条件に定めるエキゾチック・オプションとして発行される。

適時開示情報では、「新株予約権(有償ストックオプション)」と称されるが、このオプションは、はたしてストックオプションと呼ぶにふさわしいのであろうか。付与対象を取締役や従業員とする点は、ストックオプションの性格を有しているといえる。しかし、ストックオプションの取得時に金銭の払

い込みが必要となる点は、新株予約権を購入する投資行動ともいえる。新株予約権の割当を受ける者が有償ストックオプションを投資対象と捉えているのであれば、マイナスのリターンを生むリスクを負担して応募するのもうなずける。

Ⅲ 調査方法と集計結果

1. サンプル

わが国上場企業が付与、発行したストックオプションのうち、新株引受権方式、新株予約権方式(通常型、株式報酬型、有償)を集計の対象とした。自己株式方式については、データの取得が困難であるものが多いため除外した。利用したデータソースは、適時開示情報、有価証券報告書、営業報告書、東証発表の月末上場株式数データ(新株予約権の行使等に伴う上場株式数等の変更)などである⁴⁾。決算日は企業ごとにまちまちであるため、事業年度を集計の単位とし、y年4月1日からy+1年3月31日までの1年間に決算日を迎える企業のデータをy年度のデータとして分類した。

各事業年度について、事業年度開始日と終了日それぞれにおける付与残数、期中の権利行使数を収集したが、権利行使開始日(終了日)は当該日が属する事業年度開始日(終了日)とみなした。ただし、IPO前に権利行使開始日を迎えたストックオプションのうち付与条件に別途定めのないものについては、上場日を権利行使開始日とみなした。

4) 2006年度以前については、有価証券報告書には期末の付与残数が記載されるのみで、ストックオプションの権利行使状況に関するデータはない。ストックオプションの権利行使に際して新規発行株式が交付される場合は、「発行済株式総数、資本金等の推移」欄に記載されるため、権利行使されたストックオプションが特定可能なものについては当該データを利用した。また、2003年11月分より、東証が「新株予約権の行使等に伴う上場株式数等の変更」を所報として資料公開するようになったので、東証上場会社については本データを利用した。代用自己株式を交付する場合は、

データの入手が極めて困難であるため、サンプルから除外されたものが多い。ただし、営業報告書に記載がある場合、あるいは、キャッシュフロー計算書の「自己株式の売却による収入」欄の金額よりストックオプションの権利行使が確認できるものについては、データとして採用した。なお、2006年度以降については、有価証券報告書に「ストック・オプションの変動状況」が記載されるようになったため、新規株式発行のみならず代用自己株による権利行使についても集計が可能となった。

決算日の変更については、変更後の決算日が直近決算日と同一年度に属する場合には期間を連結し、変更後の決算日までを1事業年度として集計した。また、事業再編等により親会社に該当する企業が、上場廃止となる会社のストックオプションを承継する場合には、付与割合の調整等、データの遡及修正を行った。上場廃止企業のストックオプション(非承継分を含む)、および、権利行使期間中に消却されたストックオプションについては、当該事業年度終了日の残数をゼロとして処理した。

権利行使開始日から終了日(権利行使期間中のものについては直近決算日)までのデータが完備しているものを抽出した結果、新株引受権方式944、新株予約権方式(通常型)4,852、有償30、株式報酬型1,062、合計6,888のサンプルが得られた⁵⁾。

2. サンプル特性

表1にストックオプションの暦年別付与数を示す。2002年以前のサンプルについては、自己株式方式を含めて除外されたものが多いため、付与状況を正確に反映したものではなく、過少な数値となっている。しかし、2004年以降の付与分については、東証による資料公表(2003年11月以降)や有価証券報告書における記載(2006年5月期決算以降)などのデータ整備が進んだため、サンプルへの採用率が増加している。そのため、少なくとも暦年ベースで2005年以降に付与されたストックオプションの付与状況については、実態に近い数値であると思われる。

ストックオプションの権利行使について分析を行う際には、付与決議日と権利行使開始日の間に設けられる対象勤務期間と権利行使期間の2つを考慮する必要がある。表2. は、対象勤務期間と権利行使期間によるクロス集計の結果である。権利

行使時点での課税が繰り延べられる税制適格ストックオプションの適用要件を満たすためには、対象勤務期間2年以上、かつ、権利行使期間8年以内とする必要があり、通常型ストックオプションの多くはそれに沿って設計されていることが見て取れる。一方、権利行使価格が1円である株式報酬型ストックオプションは税制非適格となり、取締役の報酬に関する株主総会決議がすでになされている場合には取締役会決議でストックオプションの発行が可能であるため、発行決議日と権利行使開始日のタイムラグはほとんどなく、また、権利行使期間は20年以上の長期に設定されているものが半数以上を占めている。なお、発行時に金銭の払い込みが発生する有償ストックオプションについても、税制非適格、取締役会決議による

表1. ストックオプションの付与状況(暦年)

暦年	新株引受権	通常型	有償	株式報酬型	計
1997	5				5
1998	59				59
1999	106				106
2000	343				343
2001	369				369
2002	62	532			594
2003		666		1	667
2004		899		10	909
2005		1,025		58	1,083
2006		613		112	725
2007		373	5	138	516
2008		320	2	173	495
2009		259	7	170	436
2010		56	5	197	258
2011		108	9	196	313
2012		1	2	7	10
計	944	4,852	30	1,062	6,888
		5,826			

(注) 付与日は株主総会承認日、ただし、株主総会を経ないものについては取締役会決議日とした。また、2012年については、2012年4月1日から9月30日までに決算期を迎えた企業のみが含まれる。

⁵⁾ ストックオプションを実際に付与した会社(決議のみで付与しなかった会社を除く)はこれまでに2,254社あった。1997年6月1日以降に上場会社であった経験を持つ企業5,027社

(上場廃止会社を含む。ただし、組織再編行為による再上場が含まれるため実質数より多い。)をベースにすると、約45%がストックオプションを付与している。付与会社のうち、

表2. ストックオプションの付与状況(対象勤務期間×権利行使期間)

		対象勤務期間											
		新株引受権			通常型			有償			株式報酬型		
行使期間	1年以下	8	7	15	19	34	53	2		2	23		23
	～2年	9	115	124	49	421	470	2	1	3	11	3	14
	～3年	41	231	272	108	931	1,039	4	1	5	6	6	12
	～4年	30	77	107	115	437	552	1		1	2	1	3
	～5年	43	123	166	186	620	806	5		5	15	17	32
	～6年	2	15	17	18	136	154	1		1			
	～7年	5	39	44	42	240	282	2		2	3	6	9
	～8年	4	151	155	18	1,112	1,130	1		1	4	7	11
	～10年	41	3	44	317	36	353	9		9	23	1	24
	～20年				10	3	13	1		1	352	38	390
	20年超										517	27	544
計		183	761	944	882	3,970	4,852	28	2	30	956	106	1,062

発行となっており、権利行使開始日のタイムラグはないが、権利行使期間はほぼ10年以下となっている。

3. 権利行使に関する集計結果

(1) 年度別権利行使状況

表3は、各年度において権利行使可能であったストックオプションのうち、権利が行使されたストックオプションの数とその割合を集計したものである。また、図1は、日経平均株価終値(1998年初～2012年末)の推移である。

まず、付与時の株価を参考に権利行使価格が決定される新株引受権方式、通常型、有償(以下、上段という)と権利行使価格が1円の株式報酬型(以下、下段という)の権利行使割合についてみると、上段が日経平均株価におおむね連動しているのに対して、下段はほぼ一定している。上段は付与時の株価を参考に権利行使価格が決定されるので、2年間の対象勤務期間を経て権利行使可能となった後にマーケットが相対的に上昇(下降)局面

を迎えたならば、そのストックオプションはイン・ザ・マネー(アウト・オブ・ザ・マネー)の状態になるため、権利行使割合が上昇(減少)する。当然といえば当然の結果である。

上段についていえば、ストックオプションのインセンティブが奏功し、ベンチマークとなる指標を上回るパフォーマンスをストックオプション付与企業が達成したとしても、マーケットのトレンドに引きずられて株価が下落するならば、ストックオプションは無価値となる。その意味で、ストックオプションがインセンティブ・プランとして有効であるかという問題と報酬制度として機能していたかという問題は区別して考えなければならない。表2の権利行使割合はイン・ザ・マネーとなっているストックオプションの下限比率と考えることができるので、このデータから推測できることは、初期のストックオプションについては半数以上が報酬制度として機能していたということであろう。下段のストックオプションについては、これも当然の結果であるが、権利行使価格が1円であること、主として役員退職

サンプル収録会社は約81%にあたる
1,819社(新株引受権方式561、通常型1,474、
有償25、株式報酬型310(重複あり))であった。

表3. ストックオプションの権利行使状況〔新株引受権方式、通常型、有償(上段)、株式報酬型(下段)〕

年 度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
可能数	7	25	88	208	470	749	1,183	1,698	2,374	2,975	3,228	3,101	2,811	2,668	410
行使数	2	15	39	79	134	274	616	1,075	1,457	1,345	827	531	517	494	126
比 率	0.29	0.6	0.44	0.38	0.29	0.37	0.52	0.63	0.61	0.45	0.26	0.17	0.18	0.19	0.31

年 度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
可能数	4	50	125	228	383	550	725	955	46
行使数	0	13	36	81	153	239	330	425	12
比 率	0	0.26	0.29	0.36	0.4	0.43	0.46	0.45	0.26



図1 日経平均株価の推移

慰労金の代替であること、定期的な役員の入れ替えが生じること、退職時から短期間のうちに権利行使が求められることなどを踏まえれば、権利行使の年度ごとの変動幅が小さいのは自然である。

(2) 権利行使割合累計

株式報酬型以外のストックオプションについて、権利行使割合累計の集計結果とそのグラフを表4、図2に示す。すでに権利行使期間が終了もしくは付与残数がゼロとなった3,682サンプルに関する特徴は、まったく行使されなかった累計0%が1,498(40.7%)、90%超が812(22.1%)と、両極が際立っていることである。

行使がまったく進まなかったストックオプションが約4割もある一方、ほぼすべて行使されたスト

ックオプションも少なくないという事実は、報酬制度としてのストックオプションに対する評価を二分するものであろう。行使が進んだストックオプションについては次項で検討するが、その前に、ストックオプションと株式市場のトレンドとの連動性を再確認するために、累計0%と90%超の両者について、表5で付与年別集計を行った。付与決議後10年で正規の権利行使期間が終了するというのが一応の目安となるため、2002年以降の付与分についてはサンプル数が少なくなっている。行使完了に含まれているのは、権利行使期間が税制適格の上限8年未満のものと権利行使期間途中で消却されたものである。ストックオプションが消却されるのは、組織再編時を除けば、権利行使価格が株価と大きく乖離して行使の見込みがなくなった場合が一般的である。いずれにせよ、マーケットの底(天井)付近の時点で付与されたストックオプションは累計比率が高い(低い)という予想通りの結果となっている。

(3) 残存期間

2006年会社法施行以降に付与されるストックオプションについては、有償ストックオプションを除き、公正評価額を株式報酬費用として計上することが義務付けられた。株式報酬費用は対象勤

表4. 新株引受権方式、通常型、有償の権利行使割合累計

	行使完了	行使未了	総計
0%	1,498	1,332	2,830
～10%	252	202	454
～20%	136	116	252
～30%	116	99	215
～40%	115	80	195
～50%	122	76	198
～60%	123	51	174
～70%	133	63	196
～80%	149	52	201
～90%	226	41	267
～100%	812	32	844
計	3,682	2,144	5,826

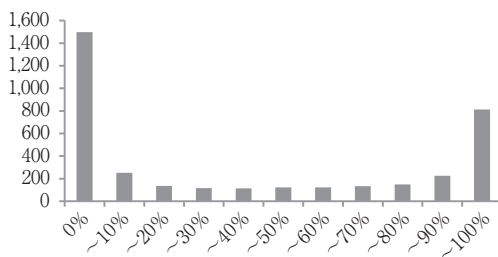


図2 行使完了ストックオプションの行使割合

務期間にわたって配分することとされているが、損金算入がいったい認められず節税効果がない(税制適格ストックオプション)、あるいは、権利行使時まで認められない(税制非適格ストックオプション)ためタイムラグが発生する。いずれにせよ、付与会社にとって法人税負担が発生する。

公正評価額はブラック・ショールズ・モデルに代表される算定式を用いて計算されるが、プレミアム算定パラメータの1つに満期までの期間がある。ストックオプションの公正な評価単価の算定方法を定めた「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」によれば、「ストック・オプションの予想残存期間を合理的に見積ることができない場合には、ストック・オプションの予想残存期間は、算定時点から権利行使期間の中間点までの期間と推定する」こととされており、例えば、対象勤務期間2年、権利行使期間8年のストックオプション

表5. 権利行使割合累計0%および90%超のストックオプションの付与年別集計

付与年 (暦年)	0%数(比率)	90%超数(比率)	付与総数 (完了分)	付与総数 (全数)
1997	1 (20.0%)	1 (20.0%)	5	5
1998	13 (22.0%)	26 (44.1%)	59	59
1999	45 (42.5%)	26 (24.5%)	106	106
2000	129 (37.6%)	88 (25.7%)	343	343
2001	111 (30.1%)	121 (32.8%)	369	369
2002	98 (18.7%)	176 (33.7%)	523	594
2003	89 (17.0%)	167 (32.0%)	522	666
2004	235 (36.3%)	107 (16.5%)	647	899
2005	388 (61.7%)	65 (10.3%)	629	1025
2006	245 (84.2%)	17 (5.8%)	291	613
2007	95 (81.9%)	5 (4.3%)	116	378
2008	26 (66.7%)	7 (17.9%)	39	322
2009	10 (52.6%)	5 (26.3%)	19	266
2010	5 (83.3%)	1 (16.7%)	6	61
2011	8 (100.0%)	0 (0.0%)	8	117
計	1,498 (40.7%)	812 (22.1%)	3,682	5,823

(注) カッコ内の比率は、各年の付与総数(完了分)に占める集計数の比率である。

であれば、予想残存期間を6年とすることが認められている。この簡便法に基づく予想残存期間を用いて算出された公正評価額＝株式報酬費用が、将来の「合理的な見積もり」のための追加的費用負担であるのか、あるいは、意図せざる節税効果をもたらしているのかは、蓋を開けてみなければ分からない。

権利行使が完了したストックオプション（株式報酬型と有償ストックオプションを除く）のうち、権利行使割合累計が50%以上であった1,440サンプルについて、権利行使割合累計が50%以上となるのに要した年数を計算した上で、この年数の権利行使年数に占める割合を集計、グラフ化したものが、表6、図3である⁶⁾。

「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」が想定するように、「付与したストック・オプションが権利行使期間中に一様に分散的に行使される」ならば、50%行使年数の権利行使年数に占める割合は0.5の近辺となると考えられる。ところが、図3の分布は右に歪んでおり、権利行使が一様に進んでいるとは言いがたい。比率で見れば、約54%（約65%）のサンプルで権利行使年数の3割（4割）未満の間に、権利行使開始日における付与残数の半数を超える行使が進んだことになる。近年の権利行使の低迷が今後に及ぼす影響は未知数であるが、ここで得られた結果は、米国で報告されているストックオプションの早期の権利行使が日本にもあてはまる可能性を示唆している。

表6 50%行使年数の権利行使年数に占める割合

0.1未満	～0.2	～0.3	～0.4	～0.5	～0.6	～0.7	～0.8	～0.9	1以下	計
189	339	250	162	139	120	91	54	58	38	1,440

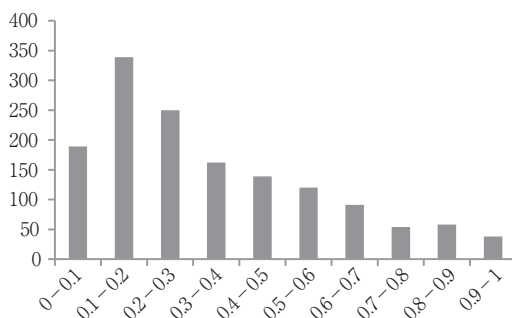


図3 50%行使年数の権利行使年数に占める割合

6) 権利行使割合累計が50%以上となるのに要した年数の計算方法は、設備投資の経済計算の手法の1つである回収期間法を援用した。また、権利行使年数は、権利行使開始日が属する事業年度開始日から権利行使終了日が属する事業年度終了日までの年数をさす。

本調査では、年度ベースで権利行使数を把握しているため、期中の時点である権利行使開始日と権利行使終了日をそれぞれ期首と期末にずらす処理を行った。そのため、権利行使年数は権利行使期間より1年程度長くなる。

ただし、権利行使がまったく進まなかったストックオプションが行使完了3,682サンプルの約40%存在しており、表6で集計された1,440サンプルは同約39%にすぎない。権利行使が早期に進んだストックオプションの付与会社は、過去のデータに基づく予想残存期間の合理的な見積りにより公正評価額を引下げることができるが、権利行使が進まないストックオプションの付与会社は、今後、合理的な見積りを行うのであろうか。そもそも権利が行使されないストックオプションのコストを株主が負担する理由はない。その意味で、株式市場の好転が見込まれるとしても、通常型ストックオプションがかつてのような勢いを取り戻すことはないであろう。これを肯定的に捉えたと、ストックオプションの選別が進むことにより、ストックオプション付与のアナウンスメント効果が強まるとも考えられる。

IV | おわりに

本調査では、ストックオプションの権利行使状況の把握を通じて、それが報酬制度として実際に機能していたか否かを確認した。報酬を受け取った取締役や従業員が少なからず存在したという集計結果からすれば、ストックオプションは確かにインセンティブである。しかし、努力が報われないこともあり得るし、努力を怠っても報酬を手にすることができる場合もある。

ストックオプションは株価連動型報酬制度であり、権利行使条件に定めのない限り業績連動型報酬制度とはいえない。インセンティブーモチベーションー業績ー株価というパスの長さが関係を複雑にしているのである。モチベーションは業績に影響を及ぼすかもしれないが、株価の決定要因は

業績のみではない。株主にとっては、株価を経営者の評価基準とすることは自然であり、株価連動型報酬制度は受け入れやすいものであろう。結果として株価を上昇させた経営者は有能な経営者であり、運も実力のうちである。しかし、業績向上を果たした（果たすことができなかった）にもかかわらず報酬を受け取れなかった（受け取った）という経験は、経営者や従業員のその後のモチベーションに影響を与える。それゆえ、努力が結果に結びついたときには報酬が得られるという、報酬制度が備えるべき基本的要件をストックオプションの設計に盛り込むことが必要である。

近年、株式報酬型ストックオプションや有償ストックオプションなど、発行形態の多様化が進んでいる。有償ストックオプションがストックオプションであるならば、業績達成条件を権利確定のハードルとしながら、第三者割当による行使価額修正条項付新株予約権（Moving Strike Warrant）を模して権利行使の実効性を高めるMSストックオプションなるものが登場するかもしれない。

最後に、今後の研究の方向性について触れ、本調査の締めくくりとしたい。本調査のサンプルの際立った特徴は、権利行使割合累計が0%と90%超という両極が突出していたことである。このようなサンプル特性がストックオプションのインセンティブ効果に対して説明力を有するか否かについて分析することが必要であろう。また、累計0%のサンプルのうち、アウト・オブ・ザ・マネーの状態にあったものを取り出し分析を加えることにより、アンダーウォーター・ストックオプションの特徴を把握し、問題解決の糸口を探ることも必要である。