



である。小稿では、後者について簡単な紹介をおこなうこととしよう。<sup>(1)</sup>

## 1 ストック・オプションの会計上の扱い

ストック・オプションとは、会社の経営者や幹部社員への報酬として自社株を一定の価格で購入する権利（オプション）を付与するものである。株価が権利行使価格を上回ればその差額が利益となるわけで、これによって株価や株主価値を意識した経営がなされることが期待されている。反面、短期的な株価上昇ばかりが重視されて長期的な視点がなござりにされるのではないか、に始まって、様々な批判も絶えないが、重要な論点の一つにその会計上の扱いをどうするかという問題がある。<sup>(2)</sup>

ストック・オプションを付与された者にとって、それが経済的利益であることは明らかであるが、会社側にとつてのコストの理解は簡単ではない。オプションの付与に現金は必要でなく、付与された者の最終的な利益も確定していないからである。だからこそ、米国の会計基準においても、ストック・オプションが会社の費用として認識されるのは、権利行使価格が時価より低く設定されている場合に限定されている（本源的価値法）。時価より低い価格であれば、付与と同時に利益が生じ、既存株主から付与者への富の移転が生じるからである。しかし、権利行使価格をその時の時価に設定しておけば、付与する時も権利行使がなされた時も会社の費用として計上する必要がない（一九七二年のAPB（企業原則審議会）意見二五号）。そして、米国では付与時の時価を権利行使価格とするのが一般的であり、実際、ほとんどすべての会社が、費用として計上されない「報酬」を支払っているのである。その分、米国企業の利益は、いわばかさ上げされているのであり、こつした会計上のトリックが、ITバブルの隠された秘密の一つであるとする見方も少なくない。

しかし、その後、株価が権利行使価格を上回れば、オプションを受けた者は、時価よりも低い価格で株式を買えるのであり、既存株主の一株あたり持分が減少（希薄化）することになる。そのリスクは、ストック・オプション付与時に発生しているのであって、その時点でコストとして認識されるべきだと考えられる。しかしながら、費用化に伴う利益縮小を恐れる産業界等から強い反対もあり、結局、本源的価値法の存続を認める一方で、ブック・シヨールズ・モデルにもとづいてオプションの公正価値を計算し、それを費用として計上した場合の利益額（公正価値法）をプロフォーマ情報として脚注に記載させる、という妥協策が今日まで採られているのである（一九九五年のFAS（財務会計基準書）一一三号）。

## 2 ストック・オプションの規模

では、そのストック・オプションの費用を計上すれば、米国企業の利益はどれくらい小さくなるのだろうか。FRBのワーキング・ペーパーは、税引き後利益に対するストック・オプション費用の比率は、一九九四年で約四％、九八年には一〇・五％に達しているとして<sup>3)</sup>いる。さらに、費用計上を免れているおかげで、利益成長率は年率で一％ないし一・五％押し上げられているという。この計算は九八年に関するものであるから、九九年からのさらなる株価上昇で押し上げ幅はもっと大きくなっていると推測される。

代表的な企業を例にもう少し具体的な数字を見てみよう。表1は、NYSE・ナスダックの時価総額上位五社（九九年末）その他の代表的企業に関して、税引き後利益とストック・オプションを費用計上した場合の利益を比較したものである（直近三年の平均）。これを見ると、ストック・オプションへの依存度には、企業間でかなりのばらつきがあることがわかる。たとえば小売最大のウォルマートではオプションを費用計上しても最終利

表1 利益に占めるストック・オプションの比率

		利益 (A)	推計利益 (B)	(A - B)	(A - B) / A
NYSE	GE	10,916	10,757	159	1.5%
	Exxon	11,235	11,041	194	1.7%
	Wal - Mart	5,367	5,319	48	0.9%
	Lucent	2,358	1,820	538	22.8%
	IBM	7,358	6,737	621	8.4%
	Coca - Cola	2,714	2,557	157	5.8%
ナスダック	GM	4,470	4,225	245	5.5%
	Microsoft	7,232	6,460	772	10.7%
	Intel	7,972	7,438	534	6.7%
	Cisco Systems	2,007	1,370	637	31.7%
	MCI EORLDCOM	495	273	222	44.8%
	Dell Computer	1,357	897	460	33.9%
	Oracle	2,800	2,497	303	10.8%
	Sun Microsystems	1,213	1,034	179	14.8%
	Amgen	1,033	934	99	9.6%
	Amazon.com	- 752	- 982	230	-
	Yahoo !	35	- 533	568	1,622.9%

- 1) A・B：2000年度までの直近3年間の年平均。  
 2) B：付与したストック・オプションのコストを費用計上した場合の利益。  
 (出所) 各社年次報告書より作成。

益は1%と違わないが、シスコ・システムズでは三割も減少することになる。また、アマゾン・ドットコムやヤフーでは、利益がでない段階で巨額のオプションが提供されている。こうした会社ごとの違いの原因は次のように整理できるであろう。

まず、利益規模が大きい会社は、費用に占めるストック・オプションの比率が小さい。幹部社員への報酬額は、会社規模に対して通増的であると考えられるため、その一部であるオプションの比率は、当然、企業が大きくなるにつれて減少することになるであろう。

とは言い、同時に、業態別の違いも明らかである。利益が三〇億ドル以下の企業だけを見ても、コカコーラの五・八%に対して、ルーセントは二二・八%であり、シスコその他のナスダック企業の比率は全体的に高い。また、表の(A・B)欄の数値を見ると、いわゆるニューエコノミー企業でその額が大きく、ウォルマートやコカコーラなどオールド企業は

小さい。やはりＩＴ関連企業、とりわけ新興のインターネット関連企業において、ストック・オプションがより積極的に活用されていることがわかる。その額の大きさからして、付与の範囲も幹部社員に限定されず、かなり広いことが推測できる。

収益基盤が確立されていないものの成長期待の大きいそうした企業は、ストック・オプションによって現金による報酬費用を抑制しながら人材を確保しているものであり、かつ、会計処理上の恩恵によって利益を膨らませることもできたのである。オプションの費用計上にシリコン・バレーを中心とする産業界が強く反対してきたのも当然だと言えよう。

### 3 シスコ・システムズの例

シスコ・システムズを例に、オプションの付与状況を見てみよう。

表2を見ると、同社では、毎年、三億株近いオプションが付与され、二億株前後が行使されていることがわかる。

表2 ストック・オプションの付与状況（シスコ・システムズ）

	オプション残高		参考： 発行済み株式総 数（100万株）	参考： 株価 （期中最低 - 最高：ドル）
	オプション （100万株）	権利行使価格 （加重平均：ドル）		
97年7月末残高	810	4.05	6,163	
付与	282	10.00		7.75 - 17.20
行使	168	2.40		
キャンセル	48	4.59		
98年7月末残高	876	6.25	6,491	
付与	245	22.22		10.97 - 33.53
行使	210	3.09		
キャンセル	22	10.85		
99年7月末残高	889	11.22	6,821	
付与	295	52.10		29.38 - 80.06
行使	176	5.75		
キャンセル	37	22.70		
2000年7月末残高	971	24.19	7,138	

（出所）2000年度年次報告書。

表3 スtock・オプション残高（シスコ・システムズ）

権利行使価格 （ドル）	オプション残高			権利行使可能オプション	
	残高 （100万株）	残存年数 （加重平均： 年）	権利行使価格 （加重平均： ドル）	権利行使可能 株数 （100万株）	権利行使価格 （加重平均： ドル）
0.01 - 5.56	229	5.20	5.23	188	4.44
5.57 - 12.27	258	6.16	9.56	162	8.95
12.28 - 28.61	194	7.49	23.59	63	22.47
28.62 - 54.53	241	8.34	49.91	5	31.02
54.54 - 72.56	49	8.64	65.65	-	-
総計	971	6.87	24.19	418	9.22

（出所）表2に同じ。

発行済み株式総数に対する比率に直せば、それぞれおよそ四％、三％程度に達する。そして、昨年七月期末のオプションの残高が九億七千万株となっており、同比率で言えば実に一三・六％となる。

オプションを付与された者の利益は、どれくらいなのだろうか。二〇〇〇年度には、五ドル七五セントで一億七六〇〇株分の権利行使がなされているから、同期間の株価を、単純に安値・高値の平均をとって五四ドル七二セントだとすれば、その差額は八六億ドルとなる。それだけの報酬を幹部社員が得たことになる。ちなみに、シスコ・システムズの同期の売上は一八九億ドル、利益は二六億ドルにすぎない。昨年度は、ネット関連企業の株価が急騰した時期であるとはいえ、その報酬は余りに巨額である。それだけの持分が既存株主から支払われたという理屈になるが、報酬を増大させた株価の上昇が、ストック・オプションというインセンティブによってはじめて可能となったのだとすれば、株主にとっても不満はないのかもしれない。

表3は、権利行使価格別にオプションの残高を見たものである。シスコ社の規定では、付与されたオプションは、付与日から一年が経過した時点で二〇％ないし二五％が権利行使可能となり、その後三年ないし四年をかけて段階的に行使できるようになっている。表にある権利行使可能オプションとは、権利行使制限期間を過ぎているオプションという意味である。また、すべて

のオプションの満期は九年以下に設定されている。

#### おわりに

以上、米国におけるストック・オプションの利用状況を見てきたが、日本においても、九七年にストック・オプション制度、九九年には株式交換・移転制度が導入され、米国流の株式の貨幣化が可能となった。したがって、今後は、たとえばバブル期のような株高があっても、かつてほどのエクイティ・ファイナスはなされないのかもしれない。あるいは、だからこそ、それに代わる制度が導入されたとも言えるであろう。

米国では、公募増資は持分の希薄化を招くために、IPOを除けば、例外的な資金調達手段となっている。株価が割高であるとのシグナルを市場に送ってしまうことにもなり、また借入れのほうが税制上有利だという事情もある。しかし、株価の上昇期に公募増資が増えるのは価格が上昇して供給が増えるという市場メカニズムの基本原理がはたらいっているだけだとも言える。問題は、どこまで株価が高いかによる。

株式益回り（PERの逆数）が金利よりも低ければ、時価発行によって現金を調達し、借入金を返済するなり金利商品で運用するなりすれば、一株あたりの利益は上昇する（エクイティ・ファイナンスと財テク）。PERが十分に高ければ、時価発行増資は希薄化を招かないのであり、日本の株主が時価発行増資を拒否しなかったのも合理的な根拠があったということになる。

しかし、それは、利益に比べて株価が十分に高いという前提があつて機能するメカニズムであり、それは、強固な株式持合いと証券会社による浮動株（株価）の管理という背景があつてはじめて成立しうるものだったと言えるであろう。

ところが、米国には、株価を支えるそうした特殊日本的な要因が存在せず、ITバブルといっても、PERは日本のバブル期よりかなり低い。エクイティ・ファイナンスは希薄化をもち、それが株価の下落につながれば、経営者は、株主からの辞任要求や買収の脅威にさらされることになる。そのため増資という方法は例外的にしか許されないのである。ところがその一方で、ストック・オプションや株式交換などの株式を株式のまま貨幣として用いるという方法が会計処理上の恩恵を受けつつ活用されてきたのである。

最近では日本でも、IPOは盛んであるけれども公募増資全体は少ないという状況が続いているが、以上のように考えれば、これは、株価の低迷という（長期にわたっているとはいえ性格としては）循環的な要因だけではなく、これまでの時価発行増資を支えてきた構造的要因が根本的に変化しつつあることによると考えられる。日本でも株式の貨幣化のための法制度が急いで導入された背景の一つにはこうした点もあつたと言えるかもしれない。

#### 注

- (1) M & Aをめぐる議論も、その会計上の扱いに関するものである。企業結合の会計処理方法には、持分ブリッキング法とパーチェス法があるが、米国で通常採用されている前者の場合、被買収企業の資産・負債が簿価で評価され、利益についても買収前の数字が単純に合算される。特に、株価収益率の高い会社が低い会社を買収する場合、一株あたり利益が急増することになるが、その不透明性への批判が強い。昨年五月、金融誌『バロンズ』がシスコ・システムの積極的な買収戦略への疑問を提起し、市場の注目を集めた。また現在、米国ではパーチェス法への一本化作業が進められており、M & A市場への影響が指摘されていゝ。Thomas G. Donlan, "Cisco's Bids", *Barron's*, May 8, 2000; Abraham



J.Brilloff, "Pooling and Fooling", *Barron's*, Oct. 23, 2000.

- (2) ストック・オプションの会計上の処理に関しては、野口晃弘「ストック・オプション会計の政治化」『経済科学』(名古屋大学) 第四二巻第二号、一九九四年、同「ストック・オプション制度の会計問題」『企業会計』一九九七年九月号、伊藤邦雄「ストック・オプション制度の諸課題」『企業会計』一九九七年九月号、竹口圭輔「ストック・オプション会計の理論構造精緻化のプロセス」『企業会計』二〇〇〇年八月号。また、横山明「ストック・オプション制度」([www.hi-horie.jp/yokoyama-a/stockoption.htm](http://www.hi-horie.jp/yokoyama-a/stockoption.htm))では、マイクロソフトの九七年度年次報告書をもとにストック・オプションに関する開示例が解説されている。
- (3) S&P500からのサンプル一四四社を対象にした推計。J.Nellie Lang and Steven A.Sharpe, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns", *FEDS working paper*, Federal Reserve Board, Nov.1999.
- (4) 渡辺茂『ROE革命』東洋経済新報社、一九九四年、一六七頁。

(いづ) ひさし・主任研究員)