

急増する権利行使可能な ストック・オプション

制度調査部
吉川 満・竹口 圭輔

前年同期比 2.5 倍へ

【要約】

1997年の商法改正以来、ストック・オプションを実施する企業は増加傾向にあり、2003年10月末時点で導入企業数は1,207社（のべ数では2,401件）に達している。

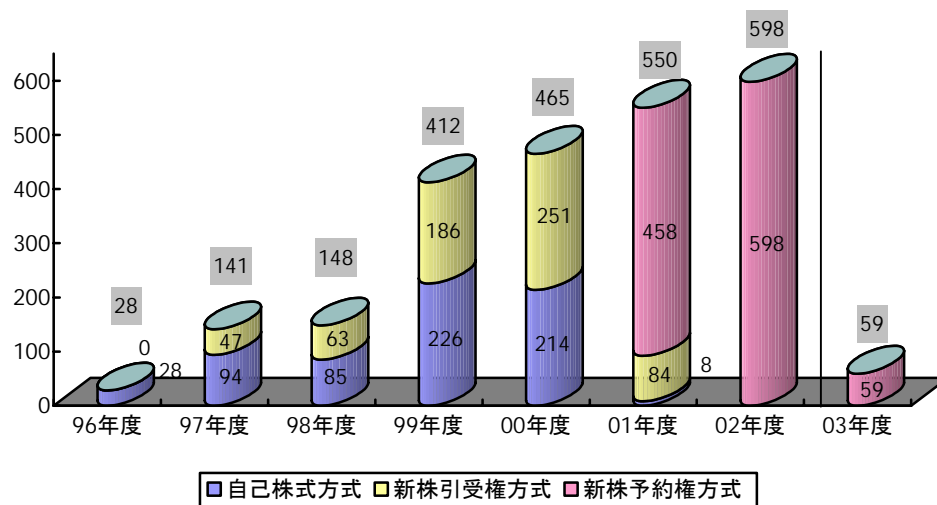
一般に日本企業の実施するストック・オプションは権利付与後2年間程度の待機期間を設けるケースが多く、本格的に権利行使期間を迎え始めたのは最近である。しかし、これまでは株式相場の低迷により、実際に権利行使に至るケースは少なかったといわれてきた。

ところが、今年4月末以降の株価の上昇により、10月末時点でイン・ザ・マネーの状態にあるストック・オプションは前年同期比約2.5倍へと急増している。01年から02年までに付与されたストック・オプションの大半が来年以降に権利行使期間を迎えるため、今後も権利行使数が増大すると予想される。

1. ストック・オプションの現状

1997年4月の商法改正によってわが国でもストック・オプション制度が導入されて以来、同制度を活用する企業は着実に増えつつある。大和証券SMBCの調べによると、2003年10月31日現在、ストック・オプション制度を実施した企業は1,207社、のべ数では2,401件に及んでいる。

図表1 ストック・オプション付与決議数¹



¹ のべ数ベース。それぞれ同年4月から翌年3月までの決算期にかかる総会決議によるものをカウントしている。また、「03年度」とは2003年4月以降の決算期にかかる発表会社をカウントしている。したがって、2003年6月の総会シーズンに開催された株主総会での決議は、本図表では「02年度」に分類されている。

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

また、市場別にのべ実施件数をみると、東証1部で1,037件、新興3市場で958件、その他市場で406件であった²。一方、のべ実施件数を業種別にまとめると図表2のようになり、「情報・通信」、「小売業」、「電気機器」、「サービス」だけで半数を超えることがわかる。

図表2 業種別実施状況(2003年10月末時点)

業種	実施件数	比率	業種	実施件数	比率
水産・農林	18	0.7%	輸送用機器	62	2.6%
建設	58	2.4%	精密機器	24	1.0%
食料品	44	1.8%	その他製品	66	2.7%
繊維製品	44	1.8%	卸売業	235	9.8%
パルプ・紙	6	0.2%	小売業	327	13.6%
化学	125	5.2%	銀行	51	2.1%
医薬品	44	1.8%	その他金融	39	1.6%
石油・石炭	4	0.2%	証券・商品先物	48	2.0%
ゴム製品	9	0.4%	保険	10	0.4%
ガラス・土石製品	31	1.3%	不動産	52	2.2%
鉄鋼	1	0.0%	陸運	18	0.7%
非鉄金属	20	0.8%	海運	8	0.3%
金属製品	31	1.3%	倉庫・運輸	2	0.1%
機械	145	6.0%	情報・通信	329	13.7%
電気機器	289	12.0%	サービス	261	10.9%
総計 2,401 件					

これまで実施されたストック・オプションの特性をまとめると図表3のようになる³。

図表3 実施したストック・オプションの特性(2003年10月末時点)

(平均値)

	付与数	付与率	勤務期間	権利行使期間	失効までの期間
東証1部	80.7万株	0.97%	1.56年	4.18年	5.88年
新興3市場	16.0万株	2.94%	1.58年	4.13年	5.59年
その他	46.3万株	2.40%	1.51年	3.53年	5.23年
合計	49.1万株	2.00%	1.56年	4.05年	5.67年

²「新興3市場」にはJASDAQ、マザーズ、ヘラクレス(旧ナスダック・ジャパン)に上場する企業が含まれる。また、「その他」には東証2部、大証、名証への上場企業などが含まれる。

³のべ実施件数2,401件のうち、それぞれの項目について把握可能なものだけ集計している。たとえば、権利行使期間は判明しているが付与日は不明というケースが多いため、「勤務期間」と「権利行使期間」の平均値の合計は「失効までの期間」に一致していない。

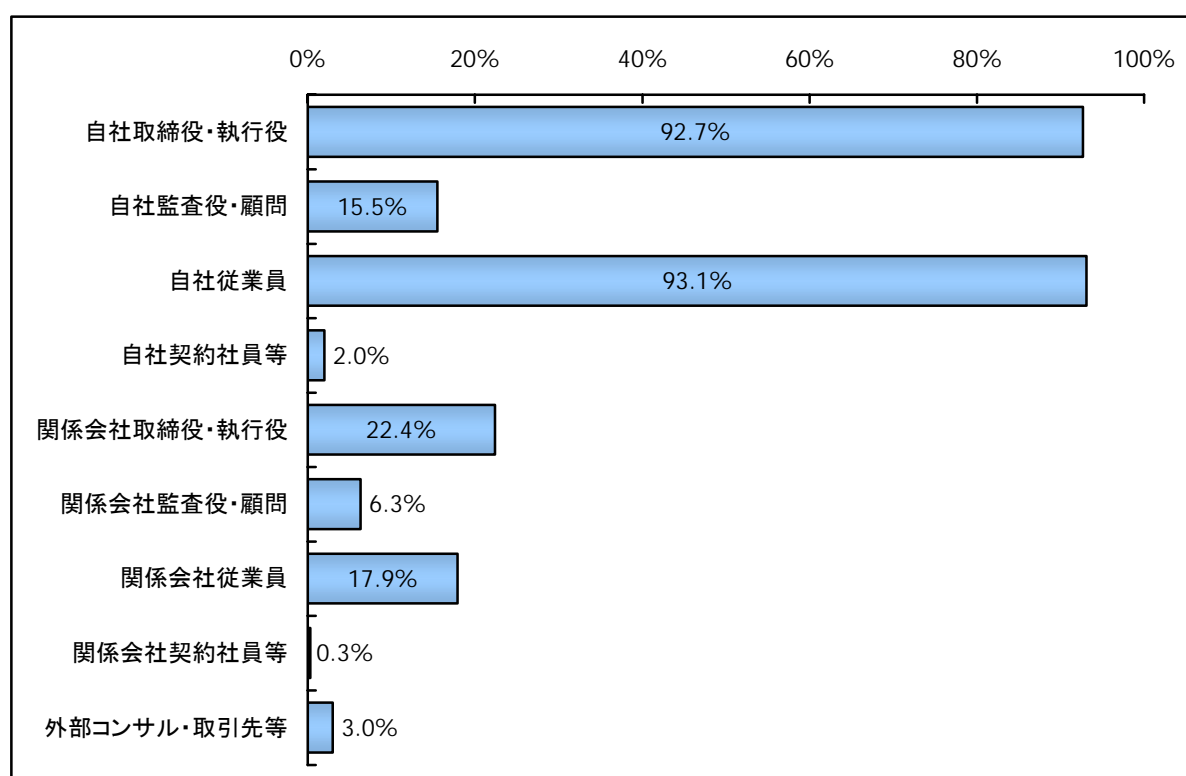
ストック・オプションの付与数は平均で 49.1 万株分、発行済株式に対する付与率で見ると 2% である。また、市場別にみると、東証 1 部で 80.7 万株分 (0.97%)、新興 3 市場で 16.0 万株分 (2.94%) である。東証 1 部の方が新興 3 市場に比べて平均付与数は大きく上回るものの、発行済株式に対する比率では反対に下回る結果となった。

それに対し、勤務期間 (付与日から権利行使期間開始日までの期間) と権利行使期間 (権利行使期間開始日から終了日までの期間) については顕著な市場間格差は見られない。平均像を見る限りにおいては、似たような制度設計が行われていると考えられる。平均値からは、付与後 1.5 年程度の勤務期間を設け、その後 4 年間権利行使可能というストック・オプションが浮かび上がる。

しかし実際には、税制適格ストック・オプションの要件を踏まえて、総会決議後 2 年間以上の勤務期間を設けるケースとまったく設けないケースに二極化していると考えられる。そこで、中央値ベースでみてみると、「勤務期間」は 1.91 年、「権利行使期間」は 3.00 年、「付与日から権利失効までの期間」は 4.99 年であることが判明する。したがって、一般的なストック・オプションとして考えられるのは、付与後 2 年間の勤務期間を設け、以後 3 年間権利行使可能なケースであるといえる。

次に、ストック・オプションの付与対象者をまとめてみると次のようになる。

図表 4 付与対象者の割合 (2003 年 10 月末時点)



9 割以上のケースで自社の取締役 (執行役含む) と従業員を対象に付与していることがわかる。また、図表 5 に示すように市場別にみた場合でも顕著な相違点は見られず、付与対象者という点においても似たような制度設計が行われていると考えられる。ただし、ここで集計した「従業員」のデ

ータは管理職と非管理職を区別したものではない。そのため、「従業員」の内訳を詳細にみた場合には、企業規模が大きいだけに、東証1部の方が管理職に限定して付与する傾向が強いなどの差異が見られる可能性もある。

図表5 市場別 付与対象者の割合 (2003年10月末時点)

	自社	自社	自社	自社	関係会社	関係会社	関係会社	関係会社	取引先等
	取締役等	監査役等	従業員	契約社員	取締役等	監査役等	従業員	契約社員	
東証1部	95.4%	15.5%	93.1%	2.0%	22.4%	6.3%	17.9%	0.3%	3.0%
新興3市場	90.5%	19.7%	96.5%	2.0%	19.7%	7.5%	18.8%	0.3%	1.8%
その他	91.2%	13.1%	95.6%	1.9%	17.5%	4.4%	14.1%	0.2%	3.6%

周知のように、2001年の商法改正により新株予約権制度が導入されたことで、2002年4月よりストック・オプションの付与対象者に関する制限が撤廃された。それに伴い、関係会社(子会社や関連会社)の役職員やコンサルタント、弁護士、取引先等の自社の役職員以外に対してもストック・オプションを付与できるようになっている。図表4および5でみたように、実際に自社の役職員以外に付与するケースも散見される。ただし、そこでのデータはこれまで実施されたすべてのストック・オプション制度を対象としているため、分母の数字には旧商法下での自己株式方式や新株引受権方式によるストック・オプションも含まれている。そこで、新株予約権によるストック・オプションに限定してまとめてみると、旧商法下で付与できなかった人々に対する付与割合は次のようになる。

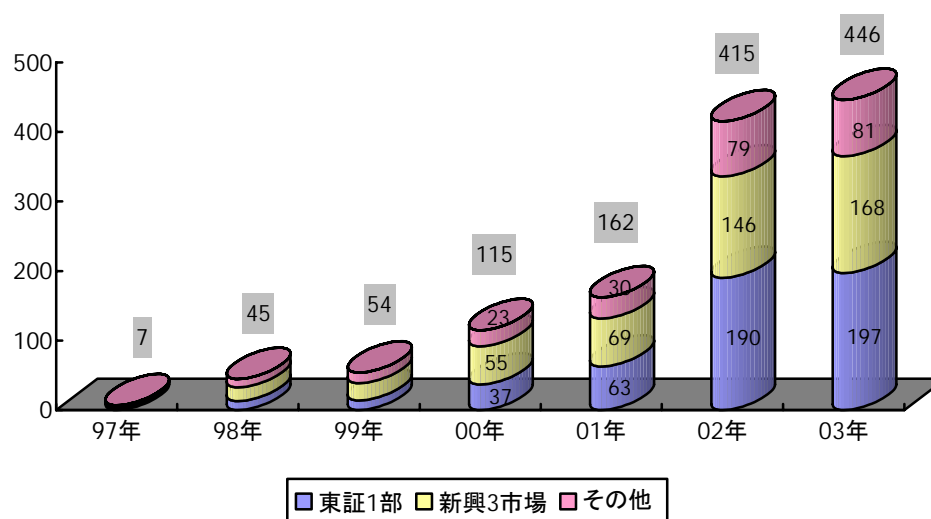
図表6 新株予約権による付与対象者の割合 (2003年10月末時点)

	自社	関係会社	関係会社	関係会社	関係会社	取引先等
	契約社員等	取締役等	監査役等	従業員	契約社員等	
東証1部	4.1%	47.8%	13.4%	38.2%	0.6%	6.4%
新興3市場	4.3%	53.8%	11.8%	37.3%	0.6%	3.7%
その他	4.8%	43.4%	10.8%	34.9%	0.6%	9.0%
全体	4.3%	47.8%	13.4%	38.2%	0.6%	6.4%

図表6のように、新株予約権制度が導入されたことで関係会社の取締役等に付与するケースは5割近く、関係会社の従業員に付与するケースは4割近くに及んでいることがわかる。また、コンサルタントや弁護士、取引先等に付与するケースも全体で6.4%にまで達している。その他、契約社員やアルバイトに付与するケースも出始めている。

2. 権利行使可能なストック・オプション

ストック・オプションの実施企業数は着実に増加傾向にあるが、図表3でみたように、日本企業のストック・オプションは平均で付与後1.5年間程度の勤務期間を設けるように設計されるケースが多い。また、中央値ベースでは2年程度の勤務期間を設けている。そのため、実施件数が前年比2.8倍近くに急増した1999年度決算にかかる株主総会の属する年、すなわち2000年の1.5~2年後である2002年から権利行使期間を迎えたストック・オプションは急増している。

図表 7 権利行使期間到来数⁴

図表 7 からわかるように、2002 年以降に権利行使期間を迎えたストック・オプションが急増している。権利行使期間を迎えたストック・オプションを通算すると、2003 年までに 1,244 件に達しており、のべ実施件数である 2,401 件の過半数に及んでいることがわかる。しかし、長引く株式相場の低迷によりストック・オプションが権利行使に至ったケースはこれまで必ずしも多くないといわれてきた⁵。

ところが、日経平均株価および TOPIX は今年 4 月 28 日に記録したバブル後最安値を境に反発し、10 月末までに 40% 近く上昇した。そのため、ここにきて株価が権利行使価格を超過し、権利行使可能な状況（いわゆるイン・ザ・マネーの状況）に転換したストック・オプションも増加したと考えられる。

そこで、以下では、2003 年 10 月 31 日時点と 2002 年 10 月 31 日時点の株価（終値）をもとに、イン・ザ・マネーの状況にあるストック・オプションの数を試算してみた。ここでの試算は大和証券 SMBC が集計したデータをもとに、以下の手順で実施した。

- (1) 商法上のストック・オプションを実施した企業で、「権利行使価格」、「権利付与日」、「権利行使期間開始日」が判明しているものを抽出
- (2) (1)の中から、2003 年 10 月 31 日時点で権利行使期間が終了していないものを抽出
- (3) (2)の中から、2003 年 10 月 31 日時点で上場を廃止している企業を除外
- (4) (3)のサンプルについて、2002 年 10 月 31 日、2003 年 1 月 31 日、2003 年 4 月 30 日、2003 年 7 月 31 日および 2003 年 10 月 31 日の株価（終値）を収集
- (5) 株式分割を実施した企業については、「権利行使価格」とそれぞれの「株価」を調整

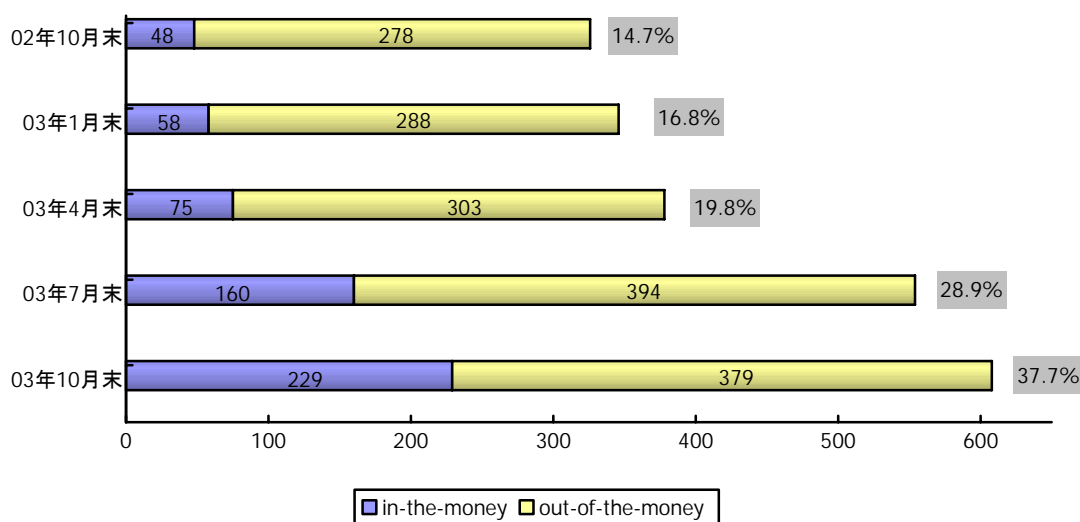
⁴ 権利行使期間開始日が判明しているものをベースにのべ数をカウント。それぞれ 1 月 1 日から 12 月 31 日までに権利行使期間が到来したものを集計している。ただし、03 年については 10 月 31 日までに権利行使期間が到来したものを集計している。

⁵ たとえば、日経金融新聞「スクランブル」、2003 年 10 月 23 日。

上記の手続きの結果、1,313 件のサンプルが抽出された。ただし、うち 705 件は 2003 年 11 月 1 日以降に権利行使期間を迎えるものであるため、最終的には 608 件のサンプルを利用することになる。なお、図表 7 からわかるように、2003 年 10 月 31 日までに実際に権利行使期間を迎えた数は 1,244 件であるため、608 件というサンプルは実際値のおよそ半数近くから構成されることになる。

上記のサンプルに基づき、2002 年 10 月 31 日時点から 2003 年 10 月 31 日時点まで、四半期毎に当該時点で権利行使期間を迎えていたストック・オプションのうち、「イン・ザ・マネー」、「アウト・オブ・ザ・マネー」それぞれのストック・オプションの件数をまとめると次のようになる。

図表 8 イン・ザ・マネーのストック・オプション

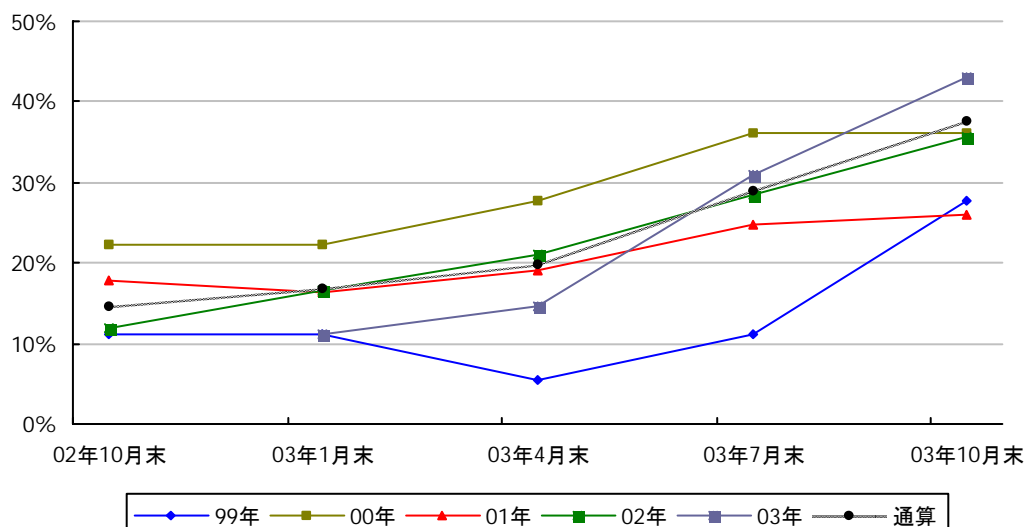


図表 8 からわかるように、2002 年 10 月末までに権利行使期間を迎えたストック・オプションで、2002 年 10 月 31 日時点でイン・ザ・マネーの状況にあったものは 14.7%に過ぎなかった。それが、2003 年 10 月末までに権利行使期間を迎えたストック・オプションで、2003 年 10 月 31 日時点でイン・ザ・マネーの状況にあったものは 37.7%にまで上昇している。したがって、1 年前と比較してイン・ザ・マネーのストック・オプションの比率は 2.56 倍増加したことになる。

また、2002 年 10 月末以降、四半期毎のデータを見る限り、イン・ザ・マネーのストック・オプションの比率は一貫して増加傾向にある。日経平均株価と TOPIX がバブル崩壊後最安値を記録した 2003 年 4 月末時点においても、イン・ザ・マネーのストック・オプションの比率は低下していない。もちろん、2003 年 4 月末までは 8 割以上が権利行使しても利益を得られないオプション（いわゆるアンダーウォーター・オプション）であったことに変わりはなく、低水準に留まっていたのは事実である。しかし、直感的には、日経平均株価や TOPIX の下落に連動してイン・ザ・マネーのストック・オプションの比率も下落しそうに思えるが、実際には比率が上昇している。これが何を意味するのかについては慎重に検討する必要があるものの、注目に値する事実であると考えられる（ただし、図表 9 でみるように、1999 年に権利行使期間を迎えたストック・オプションについては、イン・ザ・マネーの比率が下落している）。

図表 8 のデータを権利行使期間を迎えた年毎に分類してみると、イン・ザ・マネーのストック・オプションの比率は次のようになる。

図表9 イン・ザ・マネーのストック・オプション（行使期間到来年別）



権利行使期間の到来年別にみた場合、2003年10月末時点において、2003年に権利行使期間を迎えたストック・オプションの43.2%がイン・ザ・マネーの状態にあることがわかる。また、2000年に権利行使期間を迎えたストック・オプションは相対的にイン・ザ・マネーの比率が高いこともわかる。

次に、市場別と権利行使期間到来年数別のイン・ザ・マネーのストック・オプションの比率をマトリックスにすると図表10のようになる。

図表10 イン・ザ・マネーのストック・オプション（市場別）

権利行使期間 到来期	市場	02年10月末 時点	03年1月末 時点	03年4月末 時点	03年7月末 時点	03年10月末 時点
日経平均		8,640.48	8,339.94	7,831.42	9,563.21	10,559.59
TOPIX		862.24	821.18	796.56	939.40	1043.36
1999年	東証1部	14.3%	14.3%	0.0%	14.3%	42.9%
	新興3市場	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	25.0%
	その他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	合計	11.1%	11.1%	5.6%	11.1%	27.8%
2000年	東証1部	10.0%	10.0%	10.0%	30.0%	20.0%
	新興3市場	25.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	その他	33.3%	33.3%	66.7%	50.0%	33.3%
	合計	22.2%	22.2%	27.8%	36.1%	36.1%
2001年	東証1部	19.2%	19.2%	19.2%	23.1%	23.1%
	新興3市場	20.6%	17.6%	17.6%	23.5%	26.5%

	その他	7.7%	7.7%	23.1%	30.8%	30.8%
	合計	17.8%	16.4%	19.2%	24.7%	26.0%
2002 年	東証 1 部	9.5% ^{*1}	15.7%	22.5%	29.2%	31.5%
	新興 3 市場	13.9% ^{*1}	13.1%	13.1%	25.0%	35.7%
	その他	16.7% ^{*1}	27.0%	35.1%	35.1%	45.9%
	合計	12.6%^{*1}	16.4%	21.0%	28.6%	35.7%
2003 年	東証 1 部	-	0.0% ^{*2}	14.3% ^{*3}	27.6% ^{*4}	40.0% ^{*5}
	新興 3 市場	-	16.7% ^{*2}	18.2% ^{*3}	29.1% ^{*4}	46.8% ^{*5}
	その他	-	0.0% ^{*2}	0.0% ^{*3}	42.5% ^{*4}	42.6% ^{*5}
	合計	-	11.1%^{*2}	14.6%^{*3}	30.9%^{*4}	43.2%^{*5}
通算	東証 1 部	11.8% ^{*1}	15.7% ^{*2}	19.2% ^{*3}	27.4% ^{*4}	37.4% ^{*5}
	新興 3 市場	17.0% ^{*1}	15.8% ^{*2}	16.1% ^{*3}	26.7% ^{*4}	39.6% ^{*5}
	その他	15.5% ^{*1}	21.7% ^{*2}	31.3% ^{*3}	37.4% ^{*4}	40.6% ^{*5}
	合計	14.7%^{*1}	16.8%^{*2}	19.8%^{*3}	28.9%^{*4}	37.7%^{*5}

1 2002 年 10 月 31 日までに権利行使期間が到来したものに限定

2 2003 年 1 月 31 日までに権利行使期間が到来したものに限定

3 2003 年 4 月 30 日までに権利行使期間が到来したものに限定

4 2003 年 7 月 31 日までに権利行使期間が到来したものに限定

5 2003 年 10 月 31 日までに権利行使期間が到来したものに限定

1999 年や 2000 年に権利行使期間を迎えたケースのサンプル数が少ないため一概には言えないものの、市場別にみた場合でも、2002 年 10 月末に比べ、2003 年 10 月末時点でイン・ザ・マネーの状態に転換したケースが増大していることがわかる。

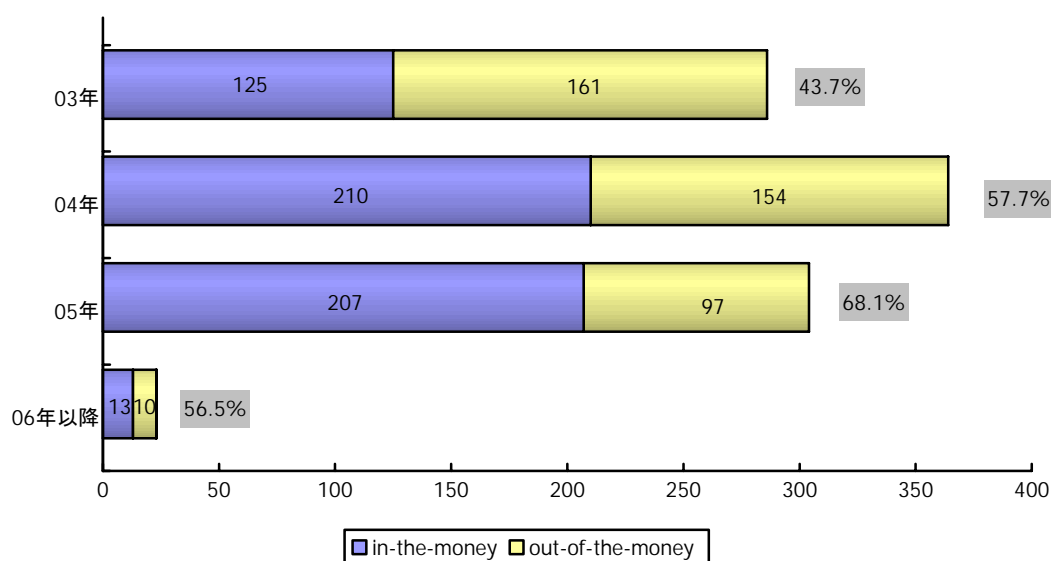
ここまでみてきたように、2003 年の下半期になってイン・ザ・マネーのストック・オプションは急増している。しかし、これまで実施されたストック・オプションの平均勤務期間が 1.5 年程度であることを考えると、そうしたストック・オプションの大半は 2001 年以前に付与されたものであると思われる。

通常、ストック・オプションの権利行使価格は付与時の時価以上に設定される。そのため、2001 年以前に付与されたストック・オプションは、2002 年や 2003 年に付与されたストック・オプションよりも相対的に権利行使価格が高くなっている可能性が高い。このことから、現在の株価水準が維持されると仮定するならば、今後権利行使期間を迎えるストック・オプションほど、イン・ザ・マネーになる確率が高いといえる。

そこで、まだ権利行使期間を迎えていないストック・オプションについても、2003 年 10 月末時点

の株価を用いて、権利行使価格と比較してみると次のようになる。

図表 11 権利行使期間未到来のストック・オプション



2003年分のデータについては10月31日以降に権利行使を迎えるものも含んでいる。

図表 11 のように、2003年10月末時点の株価が維持されると仮定した場合、2004年以降に権利行使期間を迎えるストック・オプションの過半数がイン・ザ・マネーの状態になることになる。2005年に権利行使期間を迎えるものには実に7割近くに達する。今後の株価水準次第とはいえ、楽観的に考える限り、今後数年間はストック・オプションの権利行使が増大する可能性が高いと考えられる。

3. 権利行使に伴う経済的インパクト

イン・ザ・マネーのストック・オプションが増大するにつれて、その経済的なインパクトも増大していると予想される。そこで、実際に権利行使をした場合に得られるであろう1オプション当たりの利益をまとめると図表 12 のようになる。ここではそれぞれの時点で権利行使した場合に得られるであろう利益として、株価から権利行使価格(分割調整済み)を差し引いた残額である本源的価値を用いている。なお、全体像を表す尺度としてここでは平均値ではなく、中央値を用いている。また、税金その他手数料は考慮していない。

図表 12 本源的価値

(中央値)

権利行使期間 到来期	市場	02年10月末 時点	03年1月末 時点	03年4月末 時点	03年7月末 時点	03年10月末 時点
1999年	東証1部	443円	663円	—	993円	589円
	新興3市場	428円	620円	678円	1,078円	756円
	その他	—	—	—	—	—

	合計	435 円	641 円	678 円	1,035 円	589 円
2000 年	東証 1 部	395 円	855 円	3 円	15 円	1,706 円
	新興 3 市場	162 円	158 円	162 円	252 円	237 円
	その他	474 円	921 円	135 円	481 円	2,390 円
	合計	278 円	507 円	135 円	252 円	275 円
2001 年	東証 1 部	144 円	50 円	155 円	356 円	445 円
	新興 3 市場	451 円	143 円	231 円	220 円	691 円
	その他	430 円	675 円	500 円	495 円	1,072 円
	合計	381 円	143 円	231 円	220 円	679 円
2002 年	東証 1 部	127 円	38 円	77 円	131 円	215 円
	新興 3 市場	212 円	214 円	272 円	202 円	731 円
	その他	272 円	245 円	272 円	283 円	208 円
	合計	212 円	158 円	143 円	163 円	259 円
2003 年	東証 1 部	—	—	343 円	91 円	198 円
	新興 3 市場	—	12,486 円	5,193 円	890 円	3,247 円
	その他	—	—	—	108 円	208 円
	合計	—	12,486 円	1,260 円	127 円	353 円
通算	東証 1 部	232 円	50 円	83 円	122 円	211 円
	新興 3 市場	320 円	196 円	272 円	248 円	1,000 円
	その他	335 円	299 円	217 円	158 円	229 円
	合計	272 円	183 円	155 円	161 円	334 円

これまでみてきたように、イン・ザ・マネーのストック・オプション数が増大していることから予想されることではあるものの、権利行使によって得られるであろう利益についても 2003 年 10 月時点で急拡大していることがわかる。それはまた、これまでみてきたイン・ザ・マネーの状態にあるストック・オプション数の増大以上の伸びを示している。全市場合計の通算でみた場合、2003 年 1 月末から 7 月末までは本源的価値の中央値が 200 円を下回っていたが、2003 年 10 月末時点で一挙に 300 円を超過するまでになっている。

また、新興 3 市場の場合、2003 年 10 月末時点で、2003 年に権利行使期間を迎えたものは 3,000 円以上、通算でも 1,000 円となっており、相対的に伸び率が大きくなっていることがわかる。

次に図表 13 では、本源的価値を権利行使価格（分割調整済み）で除すことで、当該時点における

想定利益率を試算している。

図表 13 想定利益率

(中央値)

権利行使期間 到来期	市場	02年10月末 時点	03年1月末 時点	03年4月末 時点	03年7月末 時点	03年10月末 時点
1999年	東証1部	6.8%	10.2%	—	15.3%	6.8%
	新興3市場	222.1%	321.8%	351.9%	559.7%	369.3%
	その他	—	—	—	—	—
	合計	114.5%	166.0%	351.9%	287.5%	12.6%
2000年	東証1部	8.7%	18.8%	0.2%	3.0%	44.2%
	新興3市場	68.9%	70.2%	47.8%	54.2%	60.5%
	その他	23.4%	43.1%	53.1%	64.2%	96.7%
	合計	25.8%	31.1%	19.6%	54.2%	71.1%
2001年	東証1部	8.4%	13.6%	33.9%	24.2%	37.4%
	新興3市場	20.8%	27.5%	20.7%	27.5%	64.4%
	その他	48.9%	76.7%	37.2%	44.7%	94.2%
	合計	20.8%	22.3%	27.5%	27.5%	64.4%
2002年	東証1部	12.7%	8.4%	18.3%	24.2%	41.0%
	新興3市場	27.9%	17.8%	27.8%	15.4%	40.6%
	その他	46.5%	29.7%	23.1%	53.8%	74.6%
	合計	24.5%	17.8%	19.9%	26.5%	40.6%
2003年	東証1部	—	—	17.8%	12.4%	17.3%
	新興3市場	—	3.5%	8.5%	21.8%	50.7%
	その他	—	—	—	23.5%	36.2%
	合計	—	3.5%	9.7%	21.5%	33.4%
通算	東証1部	8.4%	10.5%	18.3%	18.5%	26.3%
	新興3市場	28.6%	27.3%	21.1%	25.4%	45.2%
	その他	44.4%	33.6%	23.2%	40.8%	50.3%
	合計	24.0%	19.0%	20.7%	25.3%	38.0%

1999年はサンプル数が少ないため極端な値となっているが、それ以外の年度についてみるとやはり2003年10月末時点で想定利益率も増大していることがわかる。

次に、上記で試算した本源的価値に付与オプション数を乗じた総額ベースで中央値をまとめてみると次のようになる。

図表 14 本源的価値の総額

(中央値)

権利行使期間 到来期	市場	02年10月末 時点	03年1月末 時点	03年4月末 時点	03年7月末 時点	03年10月末 時点
1999年	東証1部	65百万円	97百万円	—	145百万円	85百万円
	新興3市場	86百万円	124百万円	136百万円	216百万円	146百万円
	その他	—	—	—	—	—
	合計	75百万円	110百万円	136百万円	180百万円	85百万円
2000年	東証1部	95百万円	205百万円	1百万円	26百万円	467百万円
	新興3市場	32百万円	16百万円	7百万円	32百万円	29百万円
	その他	146百万円	268百万円	331百万円	400百万円	603百万円
	合計	32百万円	35百万円	10百万円	32百万円	37百万円
2001年	東証1部	45百万円	27百万円	88百万円	131百万円	165百万円
	新興3市場	27百万円	11百万円	13百万円	22百万円	48百万円
	その他	6百万円	9百万円	7百万円	9百万円	46百万円
	合計	27百万円	13百万円	19百万円	31百万円	60百万円
2002年	東証1部	23百万円	28百万円	36百万円	70百万円	106百万円
	新興3市場	17百万円	25百万円	22百万円	17百万円	46百万円
	その他	27百万円	17百万円	26百万円	41百万円	38百万円
	合計	18百万円	26百万円	35百万円	31百万円	64百万円
2003年	東証1部	—	—	441百万円	48百万円	78百万円
	新興3市場	—	15百万円	11百万円	43百万円	50百万円
	その他	—	—	18百万円	36百万円	36百万円
	合計	—	15百万円	13百万円	46百万円	54百万円
通算	東証1部	45百万円	38百万円	37百万円	70百万円	94百万円
	新興3市場	23百万円	21百万円	14百万円	22百万円	44百万円
	その他	17百万円	21百万円	23百万円	28百万円	46百万円
	合計	28百万円	27百万円	23百万円	35百万円	60百万円

1 オプション当たりの本源的価値、すなわち単価ベースでは新興3市場が大きな値を示していたが、付与オプション数を乗じた総額ベースでみると一転して東証1部が大きな値を示すことがわかる。これは、相対的に東証1部上場企業が多くストック・オプションを付与しているためである。

しかしいずれにせよ、中央値ベースで見た限りにおいては、ストック・オプションの本源的価値の総額は1億円に満たないケースが多いと考えられる。もちろん、今後も株価が上昇し続けるならば本源的価値も増加していくことになる。しかし、そもそも日本企業の付与オプション数がそれほど多くないことを考えれば、ストック・オプションのもたらす経済的インパクトは限定的なものに留まるであろうと予想される。

たとえば、図表14で示したオプション価値(本源的価値)総額と各社の時価総額を比べると、図表15で示すように平均値ベースでも1%にも達しておらず、希薄化の影響は小さいといえる。ただし、2003年10月末時点において、新興3市場では、オプション価値総額の対時価総額比率が1%超に至っており、自社の規模に比して多数のストック・オプションを付与することは注意を要する。

図表 15 対時価総額比率

(平均値)

権利行使期間 到来期	市場	02年10月末 時点	03年1月末 時点	03年4月末 時点	03年7月末 時点	03年10月末 時点
通算	東証1部	0.06%	0.09%	0.17%	0.19%	0.24%
	新興3市場	0.78%	0.78%	0.73%	0.83%	1.26%
	その他	0.45%	0.50%	0.41%	0.53%	0.67%
	合計	0.50%	0.47%	0.43%	0.51%	0.77%

これまで、ストック・オプションを導入してみたものの、その後株価が下落してしまったためにその存在すら忘れ去られてしまうというケースは多々あったように思われる。また、権利行使によってリターンを得たという事例も乏しかったため、その有効性についても疑問が投げかけられるケースがあった。

しかし、今回の株式相場の活況により、権利行使が実行されるケースは確実に増加したと考えられる。さらに、株価の低迷期であった2002年度の総会決議によって付与されたストック・オプションの大半が2004年以降に権利行使期間を迎えることを考えれば、今の株価水準を下回らない限り、今後もしばらくは権利行使が増加していくものと予想される。