

急増するストックオプション交換プログラムの活用

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. サプライム問題に端を発する金融危機、景気の悪化を背景に、米国企業の株価が大きく下落した結果、長期インセンティブ報酬としてストックオプションを活用するほとんどの米国企業の間で、過去に付与したストックオプションの権利行使価格が現在の株価を上回る、いわゆるアンダーウォーター・ストックオプション問題が深刻化している。
2. 2008年頃から、ストックオプションのインセンティブ効果を回復させるために、付与済みストックオプションの権利行使価格の引き下げや、権利行使価格の低い新たなストックオプション、又はリストラクテッド・ストック、現金などとの交換を実施する米国企業が増加している。
3. 相次ぐストックオプション交換プログラムの提案に対して、株価下落で損害を蒙った投資家の間では、何故従業員だけ救済されるのか、又、何故従業員を救済するために交換プログラムによる追加の費用計上や持分の希薄化といった不利益を株主が蒙らなければならないのかといった不満が強い。
4. プログラムの設計に当たっては、株主に配慮し、①プログラムの対象には取締役及び役員を含まない、②プログラムの対象となるオプションの権利行使価格の下限はなるべく高くする、③オプションの交換比率は追加費用が発生しないように設定する、④権利確定期間は適切な期間延長する、⑤無効にした付与済みオプションは再利用を認めない、といった点を検討する必要があるだろう。

I アンダーウォーター・ストックオプション問題

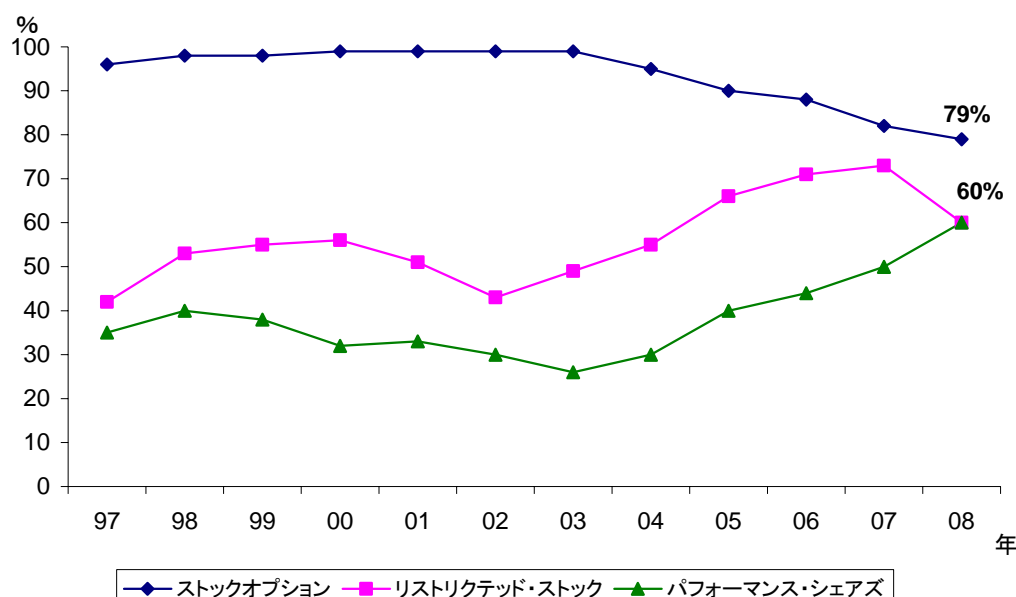
米国では、エンロン及びワールドコム不正会計スキャンダルを受けて、ストックオプションによる株主持分の希薄化や利益のかさ上げなどに対する批判が強まり、2000年代前半に情報開示の厳格化、会計上の費用化、取引所規則による株主承認の義務付けなど、規制が強化された¹。その結果、企業側にとって以前よりもストックオプション活用の魅

¹ これらの経緯について、詳しくは、岩谷賢伸「在り方が問い直される米国ストックオプション」『資本市場クォーターリー』2002年夏号、小立敬「米国のストック・オプションに関する不正操作問題」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

力が薄れ、近年は、代わってリストラクテッド・ストック²やパフォーマンス・シェアズ³など、ストックオプション以外の株式型報酬制度の普及が進んでいる（図表 1）⁴。だが、依然として主要企業（時価総額上位 250 社）の約 8 割はストックオプション・プログラムを採用しており、ストックオプションの長期インセンティブ機能や優秀な人材の獲得・引留効果を維持することは、引き続き重要な経営課題の一つである。

しかし、サブプライム問題に端を発する金融危機、景気の悪化を背景に、米国企業の株価が大きく下落した結果、長期インセンティブ報酬としてストックオプションを活用するほとんどの米国企業の間で、過去に付与したストックオプションの権利行使価格が現在の株価を上回る、いわゆるアンダーウォーター・ストックオプション問題が深刻化している。2008 年の主要な株価指数の下落率⁵を見ると、ダウ平均株価は 33.8%、S&P500 株価指数は 38.5%、ナスダック総合指数は 40.5%となっており、2000 年代初頭のいわゆる IT バブル崩壊後以来の大幅な株価下落である。特に、リーマン・ブラザーズが破綻し、金融危機が頂点に達した 9 月中旬以降株価の下落が顕著であり、多くのストックオプションが著しいアンダーウォーター状態に陥った。

図表 1 米国大企業における株式型報酬制度の普及度



（出所）Frederic W. Cook & Co のサーベイ（時価総額上位 250 社対象）より野村資本市場研究所作成

² 譲渡制限期間付きの株式の付与。

³ 一定期間内に予め定められた業績目標を達成した場合に、株式や現金が付与される。

⁴ ストックオプション以外の株式型報酬制度について、詳しくは、岩谷賢伸「米国における株式型報酬制度の行方—ストックオプションは衰退するの—」『資本市場クォーターリー』2004 年冬号参照。

⁵ 2007 年末と 2008 年末の終値を比較。

II ストックオプション交換プログラム

1. 急増するストックオプション交換プログラムの検討・実施

株価下落により、ストックオプションの権利行使価格との乖離が余りにも大きくなると、ストックオプションのインセンティブ効果は著しく減殺される。対して、インセンティブ効果を回復させるための方法には、付与済みストックオプションの権利行使価格の引き下げ（リプライシング）や、権利行使価格の低い新たなストックオプション、又はリストラクテッド・ストック、現金などとの交換がある。2008年の株価の急落により、これらのストックオプション交換プログラムを検討あるいは実施する企業が過去数ヶ月米国で急増している。幹部報酬データ提供会社 Equilar の調査によれば、ストックオプション交換プログラムを発表した会社の数は、2007年は17社であったが、2008年は58社に急増した。さらに、2009年に入ってから3ヶ月間で既に25社以上がプログラムを導入しており、その数は今後も増える見通しである⁶。このようにプログラム採用企業が増えるのは、ITバブル崩壊後の株価低迷期以来だという。

2008年又は2009年にストックオプション交換プログラムを採用した会社には、後で詳しく紹介するグーグルとスターバックスに加えて、インテル（半導体）、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（半導体）、イーベイ（IT）、MGM ミラージュ（ホテル・カジノ）、トール・ブラザーズ（建設）、RH ドナリー（出版）、ビーザー・ホームズ USA（建設）、VM ウェア（ソフトウェア）、MDC ホールディングス（建設）、エクサー（半導体）、イクシア（ハードウェア）、ショアテル（通信）、インテグレートッド・シリコン・ソリューションズ（半導体）、ソフトブランズ（ソフトウェア）、スパーク・ネットワークス（IT）などがある。業種は、成長産業に位置付けられ、ストックオプションを積極的に活用しているハイテク企業が多い。

2. グーグルの事例

グーグルは、過去8年間で年率平均163%という驚異的な売上高成長率を誇り、2008年も前年比31.3%の売上増となったが、純利益は辛うじて増益を保ったもののほとんど伸びなかった。株価は、2007年11月6日に742ドルの最高値を付けたが、2008年は1年間で55.5%も下落し（図表2）、従業員に付与された多くのストックオプションがアンダーウォーター状態に陥っている。同社は、採用の抑制や人員の削減を開始する一方で、優秀な人材の獲得や維持のためには、アンダーウォーター・ストックオプション問題を解消する必要があると判断し、2009年1月、交換比率1対1のストックオプション交換プログラムを導入した。同プログラムでは、2009年3月6日の株価終値を新たな権利行使価格

⁶ “More companies offer to reprice, exchange ‘underwater’ options”, *Los Angeles Times*, Jan 24, 2009; “Stock Options Are Adjusted After Many Share Prices Fall”, *New York Times*, March 27, 2009

図表2 グーグルの株価



(出所) Yahoo! Finance

に設定し、ストックオプションを保有する従業員全員に、1月29日から3月3日までの間、一部又は全てのストックオプションの交換の申請を認めた。ただし、従来の権利確定期間は、全てのオプションについて1年間延長される。同社は、ストックオプション交換プログラムを株主総会に諮らずに取締役会で決定し、追加で4.6億ドルの費用が見込まれることを発表した。ちなみに、共同創業者のラリー・ページ氏、セルベイ・ブリン氏とエリック・シュミット経営最高責任者（CEO）は、ストックオプションを保有していない。

3. スターバックスの事例

スターバックスは、過去数年間拡大路線できたものの、消費減速により売上高が減少に転じるなど、業績は急速に悪化しており、2009年度第1四半期の純利益は前期比69%減となった。不採算店舗整理のため、300店舗の追加閉鎖と6700人の人員削減を発表している。同社の株価は、過去2年間低下傾向が続いており、付与済みのストックオプションのうち62%がアンダーウォーター状態になっているという（図表3）⁷。このような環境の中、同社は、ハワード・シュルツ CEO を含む役員の前払金や賞金はカットする一方で、15カ国9万6,000人の従業員が保有するストックオプションについては、そのインセンティブ効果を回復させることが中長期的な企業価値向上に資すると判断し、ストックオプション交換プログラムを計画した。

プログラムの設計には、株主の理解を得やすいようにいくつかの配慮がなされている。まず、取締役と役員（executive officers）をプログラムの対象に入れていない。次に、対象となるオプションは、権利行使価格が過去52週間⁸の最高株価を上回るものに限る。また、新たに交付されるオプションの権利確定期間を7年に定める。加えて、追加の費用負担が発生しないように、交換比率は、付与済みのオプションと新たに交換するオプション

⁷ 同社委任勧誘状より。2008年12月5日現在。

⁸ 交換プログラムの開始日を起点とする。

図表3 スターバックスの株価



(出所) Yahoo! Finance

の時価の合計額が同じになるように設定する。これは単純な例で説明すると、付与済みオプションの時価が5ドル、新規オプションの時価が10ドルの場合、交換比率を2対1とし、付与済みの2オプションと交換に新規の1オプションを交付するということである。同プログラムは、2009年3月の株主総会で株主の承認を得た。

III プログラムに対する評価

相次ぐストックオプション交換プログラムの提案に対して、株価下落で損害を蒙った投資家の間では、何故従業員だけ救済されるのか、又、何故従業員を救済するために交換プログラムによる追加の費用計上や持分の希薄化といった不利益を株主が蒙らなければならないのかといった不満が強い。2008年に株主総会に諮られたストックオプション交換プログラムの中で、株主から過半数の反対があった事例はなかったようだが、いくつかの事例では数十パーセントの反対票が投じられたという⁹。特に、取締役や役員がプログラムの対象者に入っている場合には投資家の反発が強いようである。その一方で、今般の株価下落については、マクロ的な要因が強く、不可抗力によるところも大きいとして、優秀な人材を引き留めるために交換プログラムを導入するのはやむを得ないと考える投資家もいる。

一方、株主承認を経ずに取締役会でプログラムを決定するケースが少なくないことに対しては¹⁰、透明性やコーポレート・ガバナンスの観点から投資家の批判の声が圧倒的である。エンロン・ワールドコム事件後のコーポレート・ガバナンス改革の中で、2003年7月、ニューヨーク証券取引所とナスダックは、ストックオプションを含む株式型報酬プランの導入・変更原則株主承認を義務付ける規則を制定した。だが、ストックオプション

⁹ “Many Companies Avoid Votes on Repricing”, RiskMetrics Group, Jan 26, 2009

¹⁰ リスクメトリクス社の調査によれば、ストックオプション交換プログラムを発表したハイテク、メディア、通信業界に属する41社のうち、半数近い19社が株主承認のプロセスを経ていない。

交換プログラムを含むプランの重要な変更に関して、両取引所の規則とも、元々のプランの中にプランの変更に際して株主承認を必要としない旨、明記されていれば、株主承認を経ずにプランを変更することが出来るとする例外規定があり、その規定が活用されている可能性がある¹¹。

IV プログラム設計に当たって留意すべき点

以上のように、ストックオプション交換プログラムは、企業の長期インセンティブ報酬プランの機能を回復させる一方で、株主には付与ストックオプションの追加費用や希薄化などの負担を強いる可能性がある施策であるため、導入に当たっては株主承認を得るべきである。また、プログラムの設計に当たっては、①プログラムの対象者（取締役や役員を含むかどうか）、②プログラムの対象となるオプションの権利行使価格の下限、③オプションの交換比率、④権利確定期間の延長の有無、⑤無効にした付与済みオプションの処理（ストックオプション・プランのプールに戻して再利用可能にするか否か）などの点に留意し、株主に配慮する必要があるだろう。

ストックオプションは、規制強化が実施される前は企業にとって使い勝手のよい株式型報酬制度であったが、現在はその魅力は減殺されている上、株価急落時にインセンティブとして機能しなくなるという弱点を再び露呈した。短期的には、ストックオプション交換プログラムの活用が活発化するかもしれないが、中長期的には今回のアンダーウォーター・ストックオプション問題をきっかけに、リストラクテッド・ストックやパフォーマンス・シェアズなど他の報酬制度へのシフトが更に進む可能性がある。

¹¹ 今回、ストックオプション交換プログラムを株主総会に諮らなかつた会社が全てこの例外規定を利用したのかどうかは不明である。