

# 優先株式の設計と価値評価

過去、企業の再生フェーズでしばしば発行された優先株式。M&Aを含む資本政策アドバイザーの現場においては、クライアントが成長フェーズへ移行するにあたり、過去に発行した優先株式の処理に頭を悩ます場面も多い。本稿では、課題解決の重要な前提として認識しておきたい優先株式の設計内容と価値評価の関係を解説する。

## 優先株式評価の必要性

過去、財務的窮境に陥った企業に対し、金融支援の一環として**デットエクイティスワップ (DES)**<sup>注1</sup>が実施された結果、多くの優先株式が発行され、企業の信用力の回復が図られた。DESにより発行された優先株式は、主に金融機関などのスポンサーが許容できるリスクや確保したいリターンに配慮して、様々な設計が行われている。

## 図表1 優先株式のタームシート(例)

発行総額	50億円
発行価格	1,000円
発行株数	5百万株
議決権	無
優先配当	1年物TIBOR+X%
累積条項	非累積
参加条項	非参加
残余財産分配	普通株主に優先
取得請求権 (優先株主のプットオプション)	
株式対価(転換権)	
転換請求期間	発行日の3年後から10年間
当初転換価格	転換請求期間開始直前の普通株式市場取引価格(終値)
転換価格の修正	年1回
上限	当初転換価格×150%
下限	当初転換価格×70%
金銭対価	
請求期間	発行よりX年後からX年間
取得価額	1,000円
取得条項(発行会社のコールオプション)	
金銭対価	
取得期間	発行よりX年後からX年間
取得価額	1,000円
株式対価(強制転換条項)	
(強制)取得日	転換請求期間末日の翌日
強制転換価格	(強制)取得日直前の普通株式市場取引価格(終値)

出所: フロンティア・マネジメント作成

議決権、優先配当および残余財産に関する定めに加え、金融支援の見返りとして再生時のアップサイドリターンが得られるよう、普通株式への転換権が付与されているものも多い。また、発行会社に配慮して**コール条項**<sup>注2</sup>を付与することもある。このように設計された優先株式については、発行時のみならず償還や第三者への譲渡などのエグジットにおいても、当事者間の利害調整が円滑に進むよう、その設計内容および市場環境等を十分勘案し、公正な価値評価を行うことが必要である。

## 優先株式の設計内容と価値に与える影響

DESにより発行された優先株式を例に、優先株式と普通株式の権利内容の違いとそれが価値に及ぼす影響を説明する(図表1)。

### ①議決権

銀行による事業会社の議決権保有が制限されていることもあり、DESで発行される優先株式には議決権が付与されないケースがほとんどである。単独で議決権の価値が認められる事例もあり、無議決権であることの価値への影響はマイナスと考えられる。

### ②剰余金の配当

普通株式の配当に先立ち、優先的に配当が受けられる権利を設定するケースが多い。また、優先配当金が満額支払われない場合、翌期以降不足する配当金が累積する「累積型」とその都度リセットされる「非累積型」の違いや、優先配当金を受

けた後の残余の配当に普通株式とともにあずかれる「参加型」と、これにあずかれない「非参加型」の分類がある。優先配当金が高水準、あるいは累積型や参加型であれば、優先株式の価値にはプラスに働く。

### ③残余財産の分配

払込金相当額について、普通株式に優先して残余財産を分配する旨が定められているケースが多い。優先的な残余財産分配請求権は、優先株式の価値を高める。

### ④取得請求権

(株主のプット・オプション)  
取得請求権は、一定期間、優先株主が発行会社に対して優先株式の取得(償還)を請求できる権利であり、優先株主にとっては、発行会社に優先株式を売却できる権利(プット・オプション)だと言える。

また、取得対価を金銭ではなく普通株式に設定することもできる。このとき、普通株式の株価が転換価格を越えて上昇すると、普通株式に転換し売却することによって利益が得られる(いわゆる転換権)。このような再生時のアップサイドリターン享受の機会(オプション価値)を優先株式に付与することで、低い優先配当率を正当化することもある。

さらに、転換価格を定期的(例えば1年毎)に、その時の株価にリセットする設計(転換価格修正条項)も多い。転換価格が定期的に修正されると、株価水準が転換価格の上限と下限の間に収まる限り、長期的にみて優先株式の価値を安定化するのに寄与することになる(図表2)。また、**ロックアップ期間**<sup>注3</sup>を設け、転換による普通株式の希薄化リスクに対処することもある。

## ⑤取得条項

### (発行会社のコール・オプション)

取得条項は、一定の期間に一定の対価で、発行会社が任意に優先株式を償還できる定めであり、発行会社にとっては、自己の優先株式を取得する権利(コール・オプション)だと言える。取得の対価は、普通株式もしくは金銭に設定される場合が多い。

特に、取得対価(コール価値)が、優先株式の転換価値を下回る場合、発行会社がコール・オプションを行使して、優先株式を買入償却することが想定される。このため、コール条項の存在が、転換による株価上昇時の利益享受の機会を制限し、優先株式の価値を抑えることとなる。

## 優先株式の評価モデル

優先株式には市場価格がないため、評価モデルを利用してその理論価値を算定・分析する場面も多い。

前述のように、多くの優先株式は、転換権や取得条項など、複数のオプションが組み合わされている。このような設計の複雑性を柔軟に取り込める評価モデルが、**格子モデル**<sup>注4</sup>であり、優先株式評価の実務では頻繁に利用される。格子モデルでは、転換価格の修正、転換権の行使、取得条項の発動といった事象を定式化できる。

なお、オプション評価モデルとして著名なブラックショールズ(BS)式は、安易に適用できないことに留意されたい。まず、BS式は満期にのみ権利行使可能なヨーロッパタイプのオプション評価に適用されるが、優先株式が内包するのは、行使期間が長期(数年間)にわたるアメリカンタイプのオプションである。また、BS式では、転換価格の修正で生じる転換権の価値の不連続な変化も考慮できない。

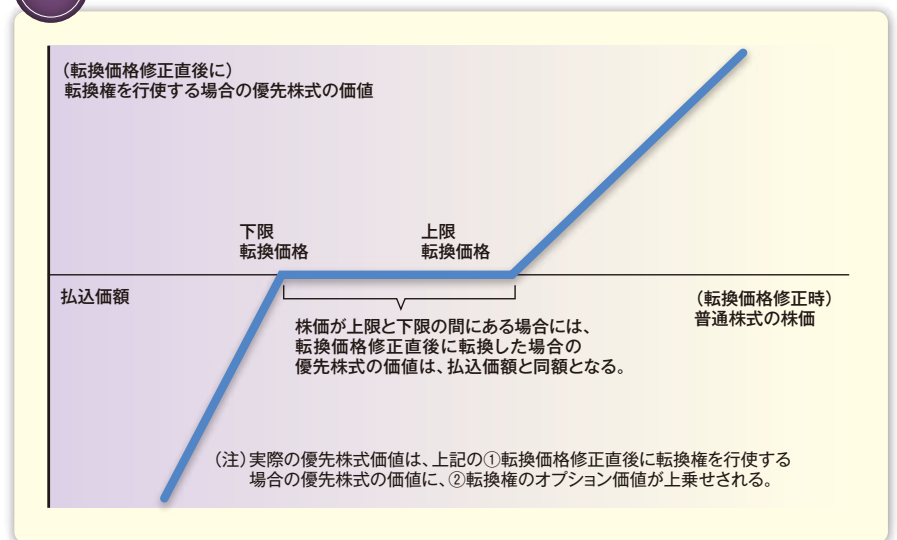
注1 デットエクイティスワップ(DES):債務の株式化。既存の債権者が保有する債権を何らかの種類の株式に転換する取引のこと。

注2 コール条項:発行会社がある条件の下で任意にコール(償還)できることを定めた優先株式の権利内容のこと。取得条項。

注3 ロックアップ期間:ここでは普通株式に転換可能となるまでの期間を指す。優先株式の権利内容に明記される。

注4 格子モデル:普通株式株価の現在から将来にわたる振る舞いを格子状に展開した上で、優先株式の設計に即して、各格子における優先株式の価値を満期のペイオフから順次後ろ向きに期待値計算していくことにより、最終的に現時点の価値を算定するモデル。代表的なものに二項モデルがある。

図表2 普通株式の株価と優先株式の価値



出所: フロンティア・マネジメント作成

## 評価モデルの留意点

評価モデルを利用するにあたっては、特に以下の項目に留意すべきだろう。

### ①パラメータの推計

評価モデルに投入するパラメータを一意に決定することは難しい場面が多い。代表的なパラメータである株価ボラティリティ(変動性)については、推計期間の選択によって推計値にばらつきが生じる場合がある。

また、優先株式は債券と株式の双方の性質を備えたハイブリッド証券であり、発行会社の信用リスク水準を評価モデルに投入する場合も多い。発行会社の社債利回りや格付けが得られないなど、外部から信用リスク水準を観察できない場合が多いことに加え、社債より保全が劣化する優先株式の信用リスクをどう考えるか、当事者間で容易に合意できないケースもある。

### ②分配可能額および償還資金

十分な分配可能額および償還資金がなければ、金銭対価の取得請求権を行使するあるいは取得条項を発動することはでき

ないが、評価モデルではこのような事態を想定していない。モデル適用にあたっては、発行会社の将来の財政状態や資金繰り、経営成績を想定して取得請求権・取得条項が現実に行使可能かどうかを検討することが望ましい。

### ③非流動性ディスカウント

一般的に評価モデルは、オプションおよび原資産が自由に取引可能であることを前提としているが、現実には優先株式に市場流動性はない。このため、モデル評価額は非流動性によるディスカウントを加味していないという批判がある。

### ④希薄化による株価下落

評価モデルでは優先株式を普通株式に転換した後、株価に影響を与えず速やかに市場で売却できると仮定するが、現実には、転換により大量に普通株式を発行(希薄化)し、売却することによって株価下落を招く傾向がある。代表的な評価モデルでは、このような希薄化による株価下落リスクを想定していない。



ファイナンシャル・アドバイザー第1部  
アソシエイト・ディレクター  
**渡邊 康之**  
Yasuyuki WATANABE

東京大学経済学部卒業。公認会計士。2002年に新日本監査法人に入社し、監査部門を経て、2008年にあらた監査法人に入社し、金融機関向けアドバイザー業務に従事。2011年にフロンティア・マネジメントに入社。