

自社株を利用した 株式交換と CFOの役割



谷山邦彦

デロイトトーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター

1 自社株の有効利用

リーマン・ショック以降の株安を背景に実施してきた自社株買いにより、自社株を有効利用することがCFOにとって検討すべき課題となっている場合がある。会社法の施行による株式交換の際の対価の柔軟化に伴い、買収対価として自社株を利用することに注目してみよう。

自社株の有効活用として、親会社が三分の二以上の上場子会社株式を確保していれば、株式交換による完全子会社化のスキームが可能となる。また、三分の二未満の保有しかない場合であれば、TOBを通じて、上場子会

2 子会社の問題点と完全子会社化戦略

社の発行済株式総数の三分の二以上を取得した後、株式交換を通じた二段階の完全子会社化のスキームが選択されるかもしれない。さらに、非上場であれば、子会社のみならず、関連会社を含め、その株主の数が限定的であれば、株式交換による方法のみで完全子会社化するスキームを選択する余地がある。こうした背景には、株式交換の場合、少数株主の拒否権が限定されていることに起因している。

親子上場が、ここ数年次にあがる事項について問題とされている。たと

えば、親会社と子会社少数株主持分の利益相反（親子間取引がある場合の適正な取引、親会社から派遣されている役員の独立性等）、二重の上場コスト、流動性が低いことによる上場子会社の株価低迷等、親会社と上場子会社との間に深刻な問題点を抱えていることが多い。また、少数株主への利益の流出、独立性に配慮するあまりの親会社のガバナンス低下、あるいは、親子間での意思決定に係る機動力不足といった、グループ経営における弊害も問題視されている。

また、非上場の子会社、関連会社では、子会社上場に係る問題点は解決できても、子会社との協業によって引き出されたシナジー効果の一部を少数株主へ流出していることは、上場、非上場を問わず、依然変わりはない。また、非上場の子会社、関連会社によつては、親会社の支配権を増大することによって、より効率的な資源配分の達成のために、一層のガバナンスの強化や機動性の強化を図る必要性も高まっている。こうした状況の中、株式交換等による完全子会社化のスキームが選択されることが多い。

3 株式交換に伴うリスク

株式交換に伴い検討すべきリスクを、買い手企業（株主）、対象会社株主の観点から、整理してみよう。

対象	リスクの種類
買い手企業	①委任状勧誘で株主総会での否決されるリスク
買い手企業	②第三者による対抗買収提案が浮上するリスク
買い手企業(株主)、 対象会社株主	③株式対価の変動リスク

①委任状勧誘で株主総会での否決されるリスク

委任状勧誘により、株主総会で否決された例としては、独立系投資ファンドのいちごアセットマネジメントが株式交換比率に異議を唱え、東京鋼鐵の株主に対して委任状を集め、総会では個人株主を中心に出席者の約四二%が反対に回り、結果として、株主総会で大阪製鐵による東京鋼鐵の完全子会社化が実現できなかった例がある。完全子会社化は実質少数株主の排除とみなされることから、株式の客観的な価値に加え、今後の株価上昇への期待を評価した価額（プレミア

ム)を考慮する必要がある。したがって、買い手企業のCFOとしては、対象会社の株主が納得するプレミアムであるかどうかを十分に検討する必要がある。

②第三者による対抗買収提案が浮上するリスク

日本では、親子間の株式交換であったり、救済型の株式交換が主であることから、株式交換自体について、第三者による対抗買収提案が行われたケースはないが、米国では、二〇〇五年、米国通信のMCIの争奪をめくり、地域通信最大手ベライゾン・コミュニケーションズとケスト・コミュニケーションズとが株式交換と現金との混合対価で買収提案が行われた実例がある。日本では金融商品取引法で、株式を対価とするTOBも可能であるが、有利発行の問題や税務上の問題から、実務上のハードルは高いため、買い手企業のCFOとしては、主に現金による敵対的TOBに注力する必要がある。

③株式対価の変動リスク

株式対価の変動リスクを考慮する上で、株式交換の方法として、固定比率方式か変動比率方式かに整理することができる。

日本では、従来から、対象会社株

式一株に対して、買い手企業の株式X株を交付する固定比率方式が通例であった。しかしながら、株価下落を背景に、対象会社株主への配慮という観点から、対象会社株主の受け取る価値を金額で保証する変動比率方式も提案される場合がでてきている(変動比率方式の説明は次節②参照)。

4 株式交換比率方式 vs. 変動比率方式

買い手企業のCFOとしては、現時点および将来における株式対価の変動リスクに基づき、それぞれの交換比率方式のメリット、デメリットを比較検討し、最適な交換方式を選択する必要がある。

①固定比率方式のメリット・デメリット
通常、買い手企業は交付する株数を確定できるため、固定比率方式を採用していることが多い。対象会社株主としては株式交換比率確定後、買い手企業の株価が下落した際には株価の下落リスクを負うことになるが、上昇すれば、含み益を享受することになる。

すなわち、買い手企業の交換比率の発表から、株主総会による承認を経て買収、統合が実施され、実際に対

象会社株主に買い手企業の株式が交付されるまでには数カ月を要する。その間、買い手企業の株価が変動すると、対象会社株主が実際に受け取る価値は発表時点のものと上方にも下方にも変動する可能性を負っている。

$$\frac{P_T^{Fixed}}{P_B^{Closing}} = X$$

X : 株式交換数

P_T^{Fixed} : 対象会社の先決め固定株価

$P_B^{Closing}$: 株式交換の効力が発生する時点の直前の買い手企業株価

②変動比率方式のメリット・デメリット
対象会社は株式交換締結時に対象会社の株価を先決めし、固定化する。固定化された対象会社の株価に對して、株式交換の効力が発生する時点の直前の買い手企業株価を用いた交換比率を決定する方式を変動比率方式といっている。

買い手企業の株価が下落した場合は、対象会社の株主に対して、先決めた対象会社の株価が受取価値として保証される。しかしながら、買い手企業株主にとっては、希薄化を受け入れる必要がある。

買い手企業の株価が上昇した場合、対象会社の株主は、先決めた対象会社の固定株価は保証されるものの、買い手企業の株価上昇のメリットは享受できず、交換によって交付される株式数は減少する。一方、買い手企業株主にとっては、希薄化を緩和することができるとができる。

二〇〇七年一〇月、シテイグループによる日興コーポリアルグループの完全子会社化で、初めて変動比率方式が採用された。その後、二〇〇八年三月に発表されたキッコーマンによる紀文ファドケミファの完全子会社化でも、変動比率方式が採用されている。また、二〇〇九年三月、オリックス証券とジェット証券との合併の際に、オリックス証券が取得するオリックス株式をジェット証券の株主に割り当てる、いわゆる三角合併方式において、変動比率方式が採用されている。

変動比率方式の場合には上下限付きのカラーが組み込まれる場合もある。前記のシテイグループによる日興コーポリアルグループの完全子会社化の際に、当初、変動比率方式にカラーが組み込まれていたが、シテイグループの株価下落を受けて、対象会社株主への配慮から、カラーは発動されなかった。