

BVCJ Report Vol.33

2010年8月2日

種類株式(優先株式あるいは劣後株式)評価のポイント

リーマンショック以降の景気の落ち込みに伴って、企業再生に関連する種類株式の利用が増加してきている。とくに、デット・エクイティ・スワップ (DES) を利用した種類株式 (優先株式あるいは劣後株式) の発行が増加している。これらの優先株式あるいは劣後株式には普通株式への取得請求権、普通株式あるいは金銭を対価とする取得条項が付与されることもあり、複雑な商品設計のゆえ、評価の実施に困難を伴うことも多い。

これらの種類株式 (優先株式あるいは劣後株式) の評価を実施する際には、発行企業の再建計画を検討し、どのような回収シナリオが最も適切であるかを検討しなければならない。回収シナリオとしては、(1) 普通株式への取得請求権の行使により普通株式に転換されて株式市場で売却される、(2) 会社が利益を積み上げることに伴い、金銭を対価とする取得条項が使用される、(3) 会社が清算されることにより残余財産より配分される、(4) リファイナンスによって返済される、等が考えられる。

いずれの回収シナリオが最も妥当性があるかは、対象企業の状況によって異なるため、ケースバイケースであると言わざるを得ない。しかし、上場が維持されている場合には、(1) 普通株式への取得請求権の行使により普通株式に転換されて株式市場で売却されるシナリオが最有力となることも多いものと考えられる。

その場合には、新株予約権付転換社債と同様に、普通株式への転換請求権 (ワラント) と社債に分解して、それぞれを評価し、その合算で評価を実施するのが望ましいと考えられる。

具体的には、普通株式への転換請求権 (ワラント) は、2 項・3 項モデル、モンテカルロシミュレーション等の金融工学モデルを利用して評価を実施することが一般的である。特に、権利行使価格が変動するタイプ (ムービング・ストライク型) の場合にも対応が容易であることもあり、モンテカルロシミュレーションの利用が一般的に利用されている。また、転換によって大量の普通株式が発行される場合には、転換後の普通株式売却が株式市場で悪影響を与えることなく売却されるために、現状の株式出来高及び株価を分析することによって、ある程度の期間をかけて転換後の普通株式を売却することが必要となる。そのためには、モンテカルロシミュレーション等の評価モデルに 1 日の最大売却数を組み込むことが望ましい。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ピバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

また、金銭を対価とする取得条項の可能性がある場合には、その可能性をモンテカルロシミュレーションに組み込むことも合理性があると考えられる。評価の実施に当たって困難であるのは、DES 実施の希薄化にともなって普通株式の発行数が大幅に増加するケースである。希薄化にともなって市場株価が下落すると考えられても、その下落幅を予想するのは容易ではないからだ。

種類株式(優先株式あるいは劣後株式)の債権価値は、回収シナリオによって回収期間及び回収リスクが異なるものになると考えられるが、信用リスクに基づいた割引率(ディスカウント・レート)の設定及び将来キャッシュ・フローの見積りが評価のポイントとなる。しかし、再生対象会社の事業及び財務内容は格付けのつく会社に比較して大幅に悪化していることも多いため、割引率(ディスカウント・レート)の設定は低格付け債あるいは高利回り社債を参考に設定するのが一般的である。日本においては、低格付け社債の売買市場に厚みが少なく、類似可能性のある取引利回りが得られないことも多い。その場合には CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)等の取引データを参考にすることも有用であると考えられる。

以上

(文責 公認会計士 小林 憲司)

-
- ※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。
 - ※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.