

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

### 1. ディレクターから

今月は5月の会社法施行を受けてのトピックを2つ取り上げました。ストックオプション費用化を受けた従業員報酬の考え方と M&A に関する手法の柔軟化、いずれも制度をきちんと理解した上で、会社としての対応を改めて考えていく必要があるテーマであると考えます。

(株)フィナンテック 取締役シニアコンサルタント 小菅 健吾 [kosuge@finantec-net.com](mailto:kosuge@finantec-net.com)

### 2. IR レポート「ストックオプションの費用化について」

昨年12月に企業会計基準委員会より発表された「ストックオプション等に関する会計基準」に基づき、5月の会社法施行以降に発行されるストックオプション（従業員等に報酬として付与される新株予約権、以下 S0）は、企業会計においては費用計上することとなります。会社法施行前に早くもこれに関連するニュースがありました。4月27日に JASDAQ 上場の株式会社ワークスアプリケーションが、株主総会で決議済みのストックオプションの発行を中止しました。施行前の駆け込み発行は倫理的に NO という判断をする一方で、今期は業績が不振であり同日付で公表済み予想を下方修正するという状況となりました。従って施行後に費用計上を伴う S0 発行は負担が重いので中止する、というものでした。

同社のリリースによれば発行中止の新株予約権は4,628個（4,628株）で見積もった費用は2億円とのこと。1個あたりの費用（価値）は4万3千円になります。このオプションの価値はおそらくブラック・ショールズ式で計算したものと思われる。同社は昨年10月28日時点で発行条件を決定していましたので、その時点で、この式でのオプション価値計算に必要な条件を拾いますと、行使価格：148,515円、その時点の株価：120,000円、行使期間は10年、期間10年の長期金利は切り上げて2%程度でした。残るボラティリティにどのくらいの数値を利用したかは分かりませんが、計算された結果が1個4万3千円という結果から、オプション計算ソフトで逆算したインプライド・ボラティリティは約30%となります。

1株12万円の株式時価に対して14万8千円という行使価格であると、付与された人はその時点で価値があると感じないかもしれませんが、それを会社としては価値4万3千円と認識して費用計上しないといけないわけです。新興企業はこれまで S0 を多用してきましたが、一方で新興企業ほど株価のボラティリティが高く、オプション価値が高くなります。また新興企業ほど収益基盤が不安定で S0 の費用が重く感じられるものと思います。まさにワークスの例がそうです。今後、新興企業の S0 利用は相当減るものと思います。

一方、近年中堅・大企業においては、役員退職慰労金を廃止して、代わりに S0 を付与する会社が増えています。今回のルールで「従業員」は取締役も含んでいます。従って退職金代わりに S0 も費用計上対象となるものと思われる。退職慰労金制度廃止で巨額の現金支払はなくなりますが、会計上の費用計上は残ります。仮に現金で支給していた時と同じだけの経済価値のある S0 を支給するのであれば、相当の株数分の S0 を発行することになり、希薄化懸念も出てきます。いずれにせよ、ストックオプションというものの価値や従業員への報酬の支払い方というものを、改めて考える時期になっていると言えます。

CFA 協会認定証券アナリスト 深井浩史 (株)フィナンテック [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com) )

### 3. IR レポート「M & A 法制について」

会社法施行により現金合併や現金株式交換による組織再編が可能となります（従来は特例措置該当の場合のみ可能）。これは被合併会社の株主に対して合併を行う会社が支払う対価が、金銭を含むいかなる財産によっても可能になるというものです。従来、対価は合併会社の株式が基本で、そこに交付金として現金を加え

ることが可能でした。

今後想定される利用方法としては、未上場の比較的規模の小さい企業を簡易合併、あるいは簡易株式交換する場合に、相手企業の株主が現金を希望する場合に利用する。あるいは上場企業を対象とする場合に、まず第1ステップとしてTOBを実施後、これに応じなかった少数株主の保有株式も取得し100%子会社化を狙う場合に、第2ステップとして現金株式交換を行うなどのケースが考えられます。大型企業同士の合併（例えば山之内製薬と藤沢薬品の合併で誕生のアステラス製薬のケースでは、藤沢の株主に存続会社の山之内株式を割当）の場合にも対価を現金とすることは可能ですが、全額を現金で支払うことはかなりのキャッシュアウトとなり、あまり規模の大きな合併に利用はされないと思われます。ただ近年は資金の効率運用を投資家に求められ、自社株買いや増配を積極的に行う企業が増える中で、規模の小さな相手を取り込む場合は新株発行よりも現金でというケースが増えるものと思います。また同じ現金を対価して傘下に入れる組織再編でも、従来はTOBによる子会社化では「買収」というイメージがあり、相手の関係者の反発を招く場合もありました。これが現金による「合併」という手法が可能となり（子会社化と吸収合併の違いはありますが連結では同じ）この呼び名の違いだけでも相手の反発を抑える効果があり、そうした目的の利用もありうるといふ専門家の見方もあるようです。

TOB成立後に引き続き行う現金株式交換の場合、既に支配権は取得している場合でも、交換の対価はTOB価格以上にすることを義務付けられるようです。現金での支払をする場合の対価の基本的な考え方は、組織再編により当事者間に生じるシナジー効果までを予測して取り込んだ価値を、被合併・被買収側の株主に提供するというものです。ここには既に支配権を握った買収者が、少数株主に対して上場廃止懸念をちらつかせて、不当に安い価格での交換を迫ることがないように、という少数株主保護の観点も含まれているようです。金融庁が新たに、TOBにより2/3以上の株式を取得する場合、新たに全部買い付け義務が課すことを検討していると報じられましたが、これも少数株主保護の観点です。

外国企業による三角合併は来年から可能になりますが、日本国内の子会社が買い手となる日本企業に対するTOBに続く第2ステップとして利用されるケースも想定されます。初めから被合併会社の株主総会での賛成を得て合併というのはなかなか難しいと思われるので、TOBである程度（過半数）の株式を取得後、100%子会社化を目指して残る株式取得のための株式交換に国外の上場親会社の株式を使いキャッシュアウトを抑える（制度的には現金株式交換も可能です）。こちらはこれまで現金でないと外国企業は日本企業の買収ができなかったところが、現金+本国企業の株式も利用できるので大型買収もやりやすくなります。ただし流動性・換金性のない株式は株主が受取を嫌うので、日本国内で上場していることが望ましいということになります。するとまず三角合併を仕掛けやすい環境にあるのは、東証外国部に上場している外国企業ではないでしょうか。最近東証外国部は上場廃止が続き企業数は減る一方でしたが、こうした法改正の影響や取引所の努力でそろそろ増加に転じるかもしれません。今後新たに上場する外国企業はM&A狙いか？と勘ぐられるでしょうか。昨年韓国の鉄鋼メーカー、ポスコが東証に上場しましたが、新日鉄や他鉄鋼メーカーの買収防衛策導入を促したのは、ミタルの動きに加えてこちらにも気になったのかもしれませんが。

一方、日本企業も海外での三角合併がやり易くなります。日本企業はガバナンス規則の厳しくなった海外取引所への上場については消極的になっていますが、こちらでも三角合併の対価として自社株を使うために、改めて上場を検討する動きも出てくるかもしれません。

CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史 (株)フィナンテック [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com) )

\*この「インベスターリレーションズ・レビュー」の無料配信をご希望の方はお知らせください。発行時にメールにてお送りします。(連絡先 株式会社フィナンテック 深井 電話 3560-5444 e-mail [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com) )  
また過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/j/index.jsp> に掲載しております。