

解 説

自社株プットオプションの発行

香川大学経済学部 助教授
金東吉

1. はじめに

「弊社は、自社株買いプログラムにおいて幅広い経験を積んでおり、高品質の取引知識を提供します。また、即座の自社株買いの代替案としてオプション取引を検討するお客様に戦略的なアシスタントを提供します。」

上記は、あるInvestment Bankのウェブサイトの文書である。ここでオプション取引とはプットオプションのことである。具体的には、企業が自社株に対するプットオプションを発行することを手伝うとのことである。オプション売買は、株式発行企業以外の第三者によるのが一般的なので、自社株プットオプションの発行は意外かも知れない。あまり知られてないが、Microsoft, Dell, McDonald'sを含め多くの有名企業が自社株買いプランの一環としてプットオプションを発行している。自社株プットオプション発行の事例は、他にもIPOや合併などにおいても見られる。

自社株プットオプションの発行は、企業にオプションプレミアム収入をもたらすが、株価下落の際には権利行使に伴う損失のリスクももたらす。企業がそのようなリスクを背負ってまでプットオプションを発行する理由は何かであろうか。以下では、自社株プットオプションの発行事例を簡単に紹介したあと、自社株プットオプションはなぜ発行され、市場はどう反応するかを考察する。

2. 発行ケース

①Arley Merchandise社のケース

自社株プットオプション発行の最初のケースである。正確には、IPOの際、普通株式を企業に売りつける権利(プットオプション)を持たせた株式(プッタブル株式: puttable stock)の発行である。1984年、投資銀行Drexel Burnham Lambert社はArley Merchandise社の公募価格として6ドル未満を予想したのに対して、Arley Merchandise社の経営陣は、自社の明るい将来を確信して一株当たり8ドル以上を主張した。そこで、投資銀行Drexel Burnham Lambert社は、公募価格8ドルのプッタブル株式の発行をアドバイスした。プッタブル株式におけるプットオプションの条件は、権利行使価格8ドル、満期2年後であったが、満期時の株価が10ドルに達していたので権利行使は行われなかった。(Chen and Kensinger (1988,1992), Tucker(1990))

②Gearhart Industries社のケース

敵対買収相手から一株当たり15ドルで自社株を買い戻す合意に達したGearhart Industries社は、急いで大規模の資金を調達する必要があった。優先株や負債の発行による資金調達は時間的な制限があるうえ、記録的な低株価(約10.75ドル)や産業全体の低迷の中、普通株式の発行による資金調達は望ましくなかった。そこで、投資銀行Drexel Burnham Lambert社の提案に従い、1986年、毎年決まった時期だけ権利行使が許されるプッタブル株式を発行した。プッタブル株式は、一株当たり15ドルで発行され、行使価格は一年目14.68ドル、2年目16.18ドルのように高くなって、5年目は21.68ドルと設定された。このようなプッタブル株式の導入で、Gearhart Industries社は期日までの資金の調達に成功した。(Chen and Kensinger (1988,1992), Tucker(1990))

③自社株買いプログラムとしてのケース

Microsoft社のようなハイテク企業は、従業員に大規模のストックオプションを与えていて、ストックオプションの行使による一株利益の希薄化に対処する必要がある(Kahn(2000))。Microsoft社は、1995年から2001年まで自社

株プットオプションを販売して、年平均3億4千万ドルの収入を上げていて、プットオプション発行の理由として自社株買いプログラムを促進する為と述べている¹。Gibson and Singh(2001)によると、1994年から1999年の間に102社が自社株プットオプションを発行していて、そのうち83社は自社株買いプログラムの一環で発行している。

④Cemex社のケース

アメリカ大陸最大のセメント会社のCemex社は、1990年同業種2社の買収の発表後、急激な株価の下落に見舞われた。そこで、自社株への自信を伝えるため、J.P.モルガンの買い取り保証(EBOR:Equity Buyout Obligations Rights)付きの自社株プット・オプションを発行した。セメックスの株価は、EBORが論議されプット・オプションが実際発行されるまで、下落したときよりも2倍近く回復している(Tufano(1996))。

⑤Dreyer's社のケース

Nestle's社との合併を進めるDreyer's社は、2003年、クラスA株式という新株を発行し、既存の普通株式との交換を行った。クラスA株式は、普通株式にコールオプションとプットオプションをそれぞれ与えた株式である。詳しく見ると、まず、プットオプションは、一株83ドルでDreyer's社に株式を売りつける権利である。次に、コールオプションは、一株88ドルでDreyer's社が株式を買い戻す権利である。普通株式からクラスA株式への転換によって、Dreyer's社の既存株式は上場廃止になった。2年後、プットオプションの権利行使に伴う買い戻し費用をNestle's社が負担することで合併は成功した。

3. プットオプション発行の理由

Microsoft社を含め多くの企業は、自社株プットオプションの発行の理由として自社株買いプログラムを促進するためと説明している。しかし、前述のように、IPOや合併等自社株買いとは関連のないケースでも自社株プットオプションの発行が見られる。

自社株プットオプションに関する先行研究は一樣にシグナル効果について言及している。例えば、Tufano(1996)は、前述のCemex社のケースを市場で過小評価された株式を上方修正する事例と紹介しながら、自社株プット・オプションの発行は自社株買いと同じシグナルをマーケットに与えると述べている。

Gibson et al.(2005)は、自社株プットオプション発行の理由として以下の4つの仮説を紹介している。まず、第一は、取引コスト説である。プットオプション発行は、公開市場における自社株買いを人為的に合成することになる。企業は自社株プットオプションを発行することで、ブローカーに頼ることなく、一定価格で定期的な自社株買いの日程をたてられる。そうすることで、自社株買いに伴う取引コストを節約できるうえ、市場における流動性の不足からくる市場の不均衡を回避できる。第二は、希薄説である。ストックオプションの行使による発行済み株式数の増加は、一株当たり利益を下げ結果的に株価を下げる希薄効果をもたらす。企業は、プットオプションプレミアム収入をもって希薄効果を相殺しようとする。第三は、代理人説である。成熟企業は安定したキャッシュフローを持っているが、良い投資案件は持ってない。余分な資金を株主に支払うより、投資することを好む経営者は悪い投資案件を執行するかもしれない。資金の無駄使いをしないことを約束する方法の一つは、プットオプションに伴う支払いを誠実に約束することである。第四は、シグナル説である。プット発行は投資家に良いニュースをシグナルするという説である。将来において悪い展望を持つ企業は、良い展望の企業に比べ多くのコストを抱えるので、良い展望の企業のみがプットオプションを発行する。プットオプション発行は、コストのかからない有益なシグナル方法とあり得る。Gibson et al.(2005)は自社株買いプランの一環としてプットオプションを発行した企業データの分析結果からシグナル仮説を支持している。

¹ http://www.microsoft.com/msft/ar96/financials/ns.htm#put_warrants

4. シグナル仮説と株式市場の反応

自社株プットオプションの発行は市場にどのようなシグナルを送るのか、また、そのシグナルに対して市場はどう反応するかを、簡単なモデルを通じて考察してみよう。

期末に確実な収入をもたらす既存資産を保有している企業を仮定する。企業は、新しいプロジェクトの実行を計画していて、プロジェクトは正のNPVである。プロジェクトの収益性は企業のタイプによるが、タイプHのプロジェクト期待収益はタイプL企業のそれより大きい。ただし、プロジェクトの収益性は企業の私的情報である。すなわち、プロジェクトの収益性に関してのみ情報の非対称性が存在する。

まず、企業が普通株式を発行するかまたは何もしないかを選択する場合を見ると、両タイプ共に普通株式を発行することになる。Myers and Majluf(1984)は、既存資産に対する情報の非対称性がなければ、正のNPVのプロジェクト機会を持つ企業はいつも普通株式を発行すると述べている。市場は企業がどのタイプなのか区別できない。タイプLは、タイプHを真似しても、市場における評価において損をすることはない。

次に、上記と同様の条件の下で、企業が普通株式を発行するか、またはプッタブル株式を発行するかのどちらかを選択する場合はどうなるであろうか。結論を先取りすると、タイプHはプッタブル株式を発行して、タイプLは普通株式を発行する。プッタブル株式を発行すると、企業は普通株式による資金調達額の他にオプションプレミアム相当額も調達できる。タイプHは、権利行使価格をうまく選定することで、自分とタイプLを差別化できる。すなわち、タイプLがタイプHを真似てプッタブル株式を発行すると、満期にプットオプションが行使されコストを支払うはめになるような権利行使価格を設定する。市場は、プッタブル株式の発行をタイプHのシグナルと受け止める。同じく普通株式の発行をタイプLのシグナルと受け止める。従って、市場はプットオプションを発行する企業の株価を高く評価し、普通株式を発行す

る企業の株価は低く評価する。言い換えると、Puttable株式の発行は、企業の持つ私的情報をマーケットに正しく伝える役割を果たし、結果的に株価の上昇をもたらす。本モデルにおける株価の予測は、普通株式に関する先行研究とPuttable株式の発行事例と整合する。(より詳しくは拙稿Kim(2005)を参照されたし)

5. 自社株プットオプションの将来

Gibson et al.(2005)は、自社株プットオプションの発行事例は2002年を機に途絶えたと述べ、その理由として次の二つをあげている。まず、2000年初めから始まった大幅な株価下落によって、株主による訴訟の可能性を恐れる経営者にとって、プットオプションの発行はリスクなものになった。次に、2003年に変更された財務会計基準(FAS150)は、すべてのプットオプションを負債として規定し、時価評価によって利益に反映するよう要求している。

株価の下落によってプットオプションがリスクなものになったという説明は妥当であろう。しかし、会計基準の変更を理由とする指摘には注意が必要である。なぜなら、FAS150は、プットオプションすべてを一時的に負債として記載するのではないからである。正確には、一定の条件の達成により償還義務が生じるもの、すなわち、プットオプションまたはプッタブルオプションのようなものは発行当初は負債ではなく資本として扱われ、権利行使が確実になった時に、その時点の公正価値で資本から負債に再区分されると規定している。自社の将来を確信している、言い換えると、権利行使がないことを確信している企業なら、会計基準の変更に影響されないはずであろう。

シグナル仮説は、企業の経営者は市場(外部投資家)の知らない情報を知っているという前提に立つ。しかし、実際の企業はそれほど自社の将来について情報(確信)を持っていないかもしれない。それも、遠い将来でなく、プットオプションの満期までの割合近い将来においても確信がないかもしれない。例えば、2002年、EDS社は、

自社株プットオプションの権利行使によって、時価17ドルの株式を60.61ドルの行使価格で買い戻す羽目になった。自社株プットオプションは一年前に発行されたもので、株価が60ドルレベルまで回復すると期待して待っていたのである。(Nyberg(2002), Wall Street Journal(2002))

株式市場や会計基準の変化はあるものの、自社の将来に対する確信を持つ企業にとって企業の持つ情報を市場に正しく伝える有効な手段として、自社株プットオプションは今後も活用されるであろう。

参考文献

- Chen, A. and Kensinger, J., (1988), Puttable stock: A new innovation in equity financing, *Financial Management*, 27-37: (1992), Uncommon equity, *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(1), 36-43.
- Gibson, S., Povel, P. and Singh, R., (2005), The information content of put warrant issues, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=561021>
- Gibson, S. and Singh R., (2001), Using put warrants to reduce corporate financing costs, mimeo, University of Minnesota.
- Kahn, V.M.(2000), A favorite means of financing stock option grants could backfire, *CFO Magazine*, Oct.1.
- Kim D.G.(2005), Stock market reaction when the firm issues puts against its own stock, *Japan Journal of Finance*, 24(1) 25-34.
- Myers, S. and Majluf, M.(1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 198-221.
- Nyberg A.(2002), Stock option hedging: gambling with buybacks, *CFO Magazine*, Dec.1.
- Tucker, A.L.(1990), Puttable stock: valuation and use, *Advances in Futures and Options Research* 4,125-136.
- Tufano, P.(1996), How financial engineering can advance corporate strategy, *Harvard Business Review*, Jan-Feb. Wall Street Journal, Sep.26, 2002.

1. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

(株)ライブドア(コード:4753)株式の整理ポストへの割当てに伴い、平成18年3月16日(木)より、Russell/Nomura Primeインデックス(RNプライム指数)構成銘柄から当該株式を除外することについての発表がありましたので、お知らせいたします。

2. 日経平均株価及び日経株価指数300構成銘柄の一部入替え

(株)日本経済新聞社は、日経平均株価及び日経株価指数300の共同持株会社設立等に伴う構成銘柄の一部入替えについて、以下のとおり発表いたしました。

1. 日経平均株価

除外銘柄	補充銘柄	実施日
帝国石油(1601)	—	平成18年3月28日(火)
トーメン(8003)	豊田通商(8015)	
—	国際石油開発帝石ホールディングス(1605)	平成18年4月4日(火)

2. 日経株価指数300

除外銘柄	補充銘柄	実施日
帝国石油(1601)	—	平成18年3月28日(火)
トーメン(8003)	ユニー(8270)	
—	国際石油開発帝石ホールディングス(1605)	平成18年4月4日(火)

3. RNプライム指数構成銘柄の一部変更

Russell/Nomura Primeインデックス(RNプライム指数)構成銘柄について、以下のとおり入替えを実施することについての発表がありましたので、お知らせいたします。

除外銘柄(コード)	採用銘柄(コード)	実施日
帝国石油(1601)	国際石油開発帝石ホールディングス(1605)	平成18年4月3日(月)
国際石油開発(1604)		
トーメン(8003)		