

梅ヶ枝中央会計

Q.みなし清算条項付種類株式、コンバーチブル・ノートに関する動向

A.近年 VB の資金調達として活用されている手法であり、2015 年 5 月に公表されたベンチャー投資等に係る制度検討会の報告書を含め、動向に留意が必要です。

	公表日等	作成元	表題	ポイント(主に、みなし清算条項付種類株式、コンバーティブル・ノート、SO 関係)						
①	2011 年 10 月 31 日	有限責任監 査法人トー マツ	「平成 23 年度ベンチ ャー企業における発行 種類株の価値算定モ デルに関する調査」報 告書 …経済産業省 経済産 業政策局 新規産業室 に提出	<p>【“Cheap Stock”問題】</p> <p>→米国では優先株式と普通株式の価格差を認める実務がかねてより存在していたが、優先株式や普通株式の評価方法に関する規定が整備されていなかった時代には経験則としての「10 倍ルール」というものが存在した。…米国実務家へのインタビューによると、このような経験則が形成された理由は価格差を 10 倍とすることが容認された税務上の実例が参考にされたためとのことである。</p> <p>→ストック・オプション付与時の原資産(普通株式)の評価を不当に低く見積もることで、会計上あるいは税務上、会社に有利にさせる以下のような問題のある事例が散見されるようになり、これが”Cheap Stock”問題と呼ばれるようになった。→</p> <table border="1"> <tr> <td>AICPA</td> <td>2004 年</td> <td>非公開企業の株式の評価に関する実務対応報告を公表し、価格算定モデルが明示されることとなった。</td> </tr> <tr> <td>FASB</td> <td>2004 年</td> <td>ストック・オプション会計基準を改正し、本源的価値による評価を認めないこととした(SFAS123、現 ASC718)。</td> </tr> </table> <p>【米国における優先株式等に関する法制度】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・米国模範事業会社法では、定款にて複数の種類や組(one or more classes or series)の株式を発行することができる と規定されており、(款で規定できる優先株式の内容が例示 ・タームシートと株主間契約…米国実務家によると、米国ベンチャーキャピタル協会(NVCA)は、ベンチャーキャピタルから資金調達を実施する上での標準的な実務慣行を醸成するために、シリコンバレー地区の事例を基に、優先株式に関する権利内容等契約条件を記載したモデルタームシートを作成し、公表 	AICPA	2004 年	非公開企業の株式の評価に関する実務対応報告を公表し、価格算定モデルが明示されることとなった。	FASB	2004 年	ストック・オプション会計基準を改正し、本源的価値による評価を認めないこととした(SFAS123、現 ASC718)。
AICPA	2004 年	非公開企業の株式の評価に関する実務対応報告を公表し、価格算定モデルが明示されることとなった。								
FASB	2004 年	ストック・オプション会計基準を改正し、本源的価値による評価を認めないこととした(SFAS123、現 ASC718)。								
②	2011 年 11 月	未上場企業 が発行する 種類株式に 関する研究 会	未上場企業が発行す る種類株式に関する研 究会報告書	<p>【種類株の拒否権】</p> <p>同法 29 条に基づく株主間の権利調整事項としての記載に加え、合併契約の内容を決議する際の、VC 等外部投資家の参加権を予め確保しておくことも、投資資金の回収という目的を鑑みた場合には有効であると考えられる。具体的には、同法 108 条第 1 項第 8 号(いわゆる拒否権の条項)に基づき、種類株主が投資資金を回収するための一定の条件を満たさない場合の合併等組織再編の決議を、明確に種類株主総会の決議事由として、予め定款で定めることで、合併等において対価を優先的に分配することをより確実なものとするとも考えられる。</p> <p>【各種評価方法の事例分析】</p> <p>AICPA 実務報告では以下の4つの配分手法が提示されている。</p> <p>(ア)現状価値法(the current-value method)</p> <p>(イ)オプション価格法(the option-pricing method)</p> <p>(ウ)確率加重期待リターン法(the probability-weighted expected return method)</p>						

梅ヶ枝中央会計

				(エ)ハイブリッド法 17(ア～ウを組み合わせたもの)								
③	2013年7月3日改正	日本公認会計士協会	経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」	<p>【種類株式の評価】P.130～P.136</p> <p>・会社法108条1項に挙げられていないものの、米国のベンチャーキャピタルが種類株式で投資する際に付すことが多い権利として、みなし清算条項(Liquidation Preference)がある。これは、M&Aなどの際に優先的にあらかじめ定められた対価の分配を(現金で)得られるという権利である。</p> <p>【SOの評価】P.136～P.139</p>								
④	2013年11月6日	日本公認会計士協会	経営研究調査会研究報告第53号「種類株式の評価事例」	<p>【種類株式(劣後・優先株式)をディスカウント(又はプレミアム)を加味して評価する場合の計算例】</p> <p>劣後(優先)株式価値＝普通株式の価値×転換後普通株式数×劣後株式ディスカウント(又は優先株式プレミアム)</p> <p>【種類株式の発行事例】</p> <table border="1"> <tr> <td>転換権付配当優先株式</td> <td>典型的なケースは、デット・エクイティ・スワップ。銀行法に定める銀行及びその子会社の事業会社の議決権保有制限(いわゆる5%ルール)により、5%を超える事業会社の議決権を保有することが禁じられている。そこで、普通株式に代えて議決権のない株式を発行することにより、5%ルールに抵触することなく債務の株式化を実現することが可能</td> </tr> <tr> <td>みなし清算条項付種類株式</td> <td>米国におけるベンチャー投資においては、合併等の組織再編や実質的な全ての事業譲渡をDeemed Liquidation(みなし清算)として取り扱う種類株式を採用する実務が定着している。</td> </tr> <tr> <td>無議決権配当優先株式</td> <td>普通株式(エクイティ)と社債(デット)の中間的な性格を有している。ベンチャー企業は短期的な配当が期待できないため、投資家にとって優先配当権のメリットは低く、現実的に日本で活用される事例が少ないのが現状である。 伊藤園に続いて優先株式を上場した企業はなく、非上場の無議決権配当優先株式の発行事例も限定的であることから、資金調達手段として市場の十分な評価を得られなかったとする見方もある。</td> </tr> <tr> <td>拒否権条項付株式</td> <td>特定の事項について、株主総会の決議のほかはその種類株式を保有する株主の承認決議が必要となる株式である。拒否権条項付株式は、拒否権を有する状態になるため、「黄金株」ともいわれる。</td> </tr> </table> <p>【上場規程に基づく第三者評価】</p> <p>東京証券取引所に上場している上場会社の企業行動規範として、上場規程第432条</p> <p>(第三者割当に係る遵守事項)</p> <p>第432条 上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合(施行規則で定める議決権の比率が25%以上となる場合に限る。)又は当該割当て及び当該割当てに係る募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがある場合は、次の各号に掲げる手続のいずれかを行うものとする。ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合はこの限りでない。</p> <p>(1)経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手</p> <p>(2)当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認</p>	転換権付配当優先株式	典型的なケースは、デット・エクイティ・スワップ。銀行法に定める銀行及びその子会社の事業会社の議決権保有制限(いわゆる5%ルール)により、5%を超える事業会社の議決権を保有することが禁じられている。そこで、普通株式に代えて議決権のない株式を発行することにより、5%ルールに抵触することなく債務の株式化を実現することが可能	みなし清算条項付種類株式	米国におけるベンチャー投資においては、合併等の組織再編や実質的な全ての事業譲渡をDeemed Liquidation(みなし清算)として取り扱う種類株式を採用する実務が定着している。	無議決権配当優先株式	普通株式(エクイティ)と社債(デット)の中間的な性格を有している。ベンチャー企業は短期的な配当が期待できないため、投資家にとって優先配当権のメリットは低く、現実的に日本で活用される事例が少ないのが現状である。 伊藤園に続いて優先株式を上場した企業はなく、非上場の無議決権配当優先株式の発行事例も限定的であることから、資金調達手段として市場の十分な評価を得られなかったとする見方もある。	拒否権条項付株式	特定の事項について、株主総会の決議のほかはその種類株式を保有する株主の承認決議が必要となる株式である。拒否権条項付株式は、拒否権を有する状態になるため、「黄金株」ともいわれる。
転換権付配当優先株式	典型的なケースは、デット・エクイティ・スワップ。銀行法に定める銀行及びその子会社の事業会社の議決権保有制限(いわゆる5%ルール)により、5%を超える事業会社の議決権を保有することが禁じられている。そこで、普通株式に代えて議決権のない株式を発行することにより、5%ルールに抵触することなく債務の株式化を実現することが可能											
みなし清算条項付種類株式	米国におけるベンチャー投資においては、合併等の組織再編や実質的な全ての事業譲渡をDeemed Liquidation(みなし清算)として取り扱う種類株式を採用する実務が定着している。											
無議決権配当優先株式	普通株式(エクイティ)と社債(デット)の中間的な性格を有している。ベンチャー企業は短期的な配当が期待できないため、投資家にとって優先配当権のメリットは低く、現実的に日本で活用される事例が少ないのが現状である。 伊藤園に続いて優先株式を上場した企業はなく、非上場の無議決権配当優先株式の発行事例も限定的であることから、資金調達手段として市場の十分な評価を得られなかったとする見方もある。											
拒否権条項付株式	特定の事項について、株主総会の決議のほかはその種類株式を保有する株主の承認決議が必要となる株式である。拒否権条項付株式は、拒否権を有する状態になるため、「黄金株」ともいわれる。											
⑤	2014年6月24日閣議決定	首相官邸日本経済再生本部	「日本再興戦略」の改訂について(中短期工程表素案)資料3	<p>…2014年度内に「種類株式の活用促進の方策を検討」</p> <p>2015年度以降「必要な措置の実施」</p>								

梅ヶ枝中央会計

⑥	2015年3月公表…2015年5月	ベンチャー投資等に係る制度検討会	報告書～ベンチャーファイナンスの進化によるベンチャーエコシステムの活性化に向けて～	<p>【種類株の法務】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・定款で合併等対価の優先分配研を規定する事例。 ・種類株式を発行する VB とそれぞれの株主の間で締結する投資契約において、「投資にあたり定款記載事項を遵守する」旨を定める方法が考えられる。 <p>【種類株の評価】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・米国においては、2004年4月に米国公認会計士協会から公表された Practice Aid “Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation”に基づき、企業価値を優先株式価値と普通株式価値に按分する実務がとられており、この中で流動化事象に対する優先分配権 (deemed liquidation) は経済価値を有するものとして取り扱われている。 ・JICPA の「種類株式の評価事例」について、 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 事例では普通株式の株価を直近売買実績に基づいて 1 万円と仮定しているが、実務では、米国のように普通株式の株価を求めるために評価手法が使用されるケースがある。 ➢ M&A 等による EXIT の発生確率を過去の実績から 80%と仮定しているが、実務上では当該確率の算出方法として定まった方法は確立されていない。したがって、当該確率の見積り方法について、M&A で EXIT する実績データ等を勘案して検討を行う等、実務上、慎重な対応が必要であり、評価実務の蓄積により、見積方法が確立されることが望まれる。 <p>【SO の法務】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・IPO 達成のみでなく、M&A による EXIT の際も権利行使が可能な、新株予約権割当契約書事例 <p>【優先株の拒否権の設計】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・シリーズ A～C の 3 種類の優先株式を発行しているベンチャー企業が拒否権を発動する際、会社法のデフォルトルールの下では、M&A 時にはシリーズ毎の種類株主総会の決議が必要となる。 →定款において会社法第 322 条 1 項に基づく各種類株式毎の種類株主総会の決議事項を同条 2 項によっていったん排除し、改めて重要性の高い事項について、優先株主を構成員とする種類株主総会の決議事項として設計 →定款(記載事例有)の拒否権事項を排除した上で、株主間契約に事前承認事項を設ける。 →普通株主の保有者である創業者と各ラウンドの投資家(優先株主)との間で一本の株主間契約を締結し、新たなラウンドのファイナンスが発生する都度、新しい投資家をこれに加える形で株主間契約の内容を更新していく設計。
⑦	2015年3月公表…2015年5月	ベンチャー投資等に係る制度検討会	報告書(別冊:報告書概要)～ベンチャーファイナンスの進化によるベンチャーエコシステムの活性化に向けて～ …経済産業省委託調査①②を踏まえた検討。	<p>【種類株と普通株式を原資産とする SO の行使価格との価格差】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・普通株式と種類株式が同時に発行されることは少ない。 ・通常把握可能な価格差は、「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とする SO の行使価格」との価格差 →価格差があることは税制上問題がないものとされるが、実務上はアーリーステージでの投資においても、「種類株式の価格」と「普通株式を原資産とする SO の権利行使価格」の価格差が小さい(1 倍～1.2 倍) →税制上、普通株式のほか種類株式を発行している未公開会社が新たに普通株式を対象とする SO を付与する場合、種類株式の発行はこの「売買実例」には該当しないことを確認済(経済産業省が国税庁に)。 →したがって、税制上、直前あるいは同時に発行した「種類株式の発行価格」と「普通株式を原資産とする SO の権利行使価格」を同一にすることは必ずしも求められていない。 <p>【種類株の法務】</p>

梅ヶ枝中央会計

				<ul style="list-style-type: none">・重要な権利…選任された取締役は、実務に従事しない社外取締役として関与。→拒否権の種類株主総会での決議につき、実務上は、(投資家側の取締役が選任されることを前提に)、「取締役全員の同意」及び「種類株主への通知」があれば、種類株主総会は免除できる旨の定め。・「みなし清算条項」について、日本では、会社法との取扱いとの関係で、定款ではなく株主間契約に記載することが多く、株主間の相対効果しかない法的に不安定な経済的権利ゆえに、価格差が付けづらくなっている可能性がある。・IPO 達成のみでなく、M&A による EXIT の際も権利行使が可能な、新株予約権割当契約書事例
--	--	--	--	---