

梅ヶ枝中央会計

Q.みなし清算条項付種類株式とは
A.通常の普通株式による VC 増資と比較し、IPO 前の売却がオーナー・VC とも同意を行い易い種類株式です。 また、普通株式より高い株価が付く可能性が高くなります。 ただし、複数 VC が参加する場合は、オーナーの持株比率に影響があるため、条件設定に留意が必要です。

1.みなし清算条項付種類株式の特徴

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。

これは、会 108①での 2号の残余財産の分配を受ける権利の発動を、同 6号の会社による取得条項で規定するものです。

すなわち、合併等の事象が発生した場合、会社が清算されたものと「みなして」、「残余財産分配優先」額に相当する対価を「優先的」に取ることができる種類株式(具体的には、IPO 時は、種類株式 1 株に対して普通株式 1 株、IPO 前は、金銭による分配等の設定となります)。

また、議決権の有無については、会 108①の 3 号により、無議決権株式とすることも可能となります。

(設例)	
設立	@50,000 円×200 株=資本金 1 千万円
プレマナーバリュエーション評価額	5 億円…5 億円÷発行済 200 株=@2.5 百万円(便宜的に、普通株式評価額=みなし清算条項付種類株式評価額)
VC 増資額	1 億円(1 億円÷@2.5 百万円=40 株)→資本金 1.1 億円
増資直後の M&A 価額	IPO 前に 1.2 億円でオファー→1 株時価は、@50 万円(1.2 億円÷240 株)
普通株式での VC 増資	
VC	@50 万円-@2.5 百万円=@▲2 百万円と損失になるため、M&A に反対。
オーナー	@50 万円-@5 万円=@45 万円の利益となるため、M&A に賛成
→トータルでは、1.1 億円が 1.2 億円で売却できるため、実行すべきであるが、 VC 反対 。	
みなし清算条項付種類株式で VC 増資	
【条件例】	
・M&A が生じた場合、VC は優先的に 1 億円迄分配を受ける。	
・売却益相当額を持株比率で分配する(参加型)。	
VC	1 億円+売却益(1.2 億円-1.1 億円)×40 株/240 株=1.016 億円 →1.6 百万円の利益
オーナー	1 千万円+売却益(1.2 億円-1.1 億円)×200 株/240 株=18.3 百万円 →8.3 百万円の利益
→VC・オーナー共売却益あるため、 両者共賛	

	成。
--	----

2.複数 VC 間の株価調整

最初に VC(VC①)が投資し、その後企業価値が下落した時点で、次の VC(VC②)が低い株価で投資をしたいケースの場合、VB は投資が必要であるも、VC①が反対する可能性があります。従って、以下の調整条項の検討が必要です。

(設例)	
設立	@50,000 円×200 株=資本金 1 千万円
VC①のプレマナーバリュエーション評価額	5 億円…5 億円÷発行済 200 株=@2.5 百万円(便宜的に、普通株式評価額=みなし清算条項付種類株式評価額)
VC①増資額	1 億円(1 億円÷@2.5 百万円=40 株)→資本金 1.1 億円 →1.1 億円÷240 株=@458 千円
一定期間経過後	
VC②の増資	VC①による VC②増資前のプレマナーバリュエーション 4 億円(企業価値の下落)…1 株価値…4 億円÷240 株=@1,666 千円 →VC②が 1 億円の増資を希望 →通常は、1 億円÷@1,666 千円(加重平均)で 60 株の増資 → VC②はより低い@1.5 百万円 で 66.7 株の増資。 →VC①の投資簿価@2.5 百万円であるため、 増資に反対 。
加重平均方式での調整	フル・ラチェット方式での調整
VC②の投資 前 の企業価値(プレマナーバリュエーション評価額)を加重平均した価格で VC①の実質的な株式数を調整。	VC②の投資株価迄 VC①の実質的な株式数を調整。
→加重平均@1,666 千円とした場合の VC①の転換すべき株式数…1 億円÷@1,666 千円=60 株 →60 株-VC①株式数 40 株= 20 株を追加	→VC②の@1.5 百万円で転換できるとした場合の VC①の転換すべき株式数…1 億円÷1.5 百万円=67 株 →67 株-VC①株式数 40 株= 27 株を追加
みなし清算条項付種類株式の転換	
VC②前	VC②後
種類株式 1 株は 普通株式 1 株	種類株式 1 株は 普通株式 1.08 株 (240 株→260 株)
VC②前	VC②後
種類株式 1 株は 普通株式 1 株	種類株式 1 株は 普通株式 1.11 株 (240 株→267 株)

梅ヶ枝中央会計

3.普通株式と種類株式の価格差

みなし清算条項付種類株式と普通株式を同時発行した場合、両株価が異なることは是認されるとの見解¹があります。

2013年11月6日にJICPA経営研究調査会研究報告第53号「種類株式の評価事例」が公表され(以下「評価事例」という)、P.2にて、以下の関係式が記載されています。

【図表 I-1 株主価値、普通株式価値及び種類株式価値の関係式】

$$\text{株主価値総額} = \text{普通株式価値総額} + \text{種類株式価値総額}$$

また、種類株式が普通株式よりも優先する権利を有している場合には、**まず、種類株主に帰属する価値を差し引いた後の残余が普通株主に帰属する価値**となるとされています(評価事例 p.17)。

優先株式の種類として、価値評価に与える影響として、事例評価 p.25にて、以下の記載。

権利の種類	評価に与える影響	理由
(2)残余財産配分優先	プラス	普通株式に比較して残余財産が優先的に配分される。
(3)無議決権(議決権制限付き)※	マイナス	議決権がない(又は制限されている。)
(8)普通株式への転換権付株式	プラス	転換権の内容にもよるが、オプションとしての価値が増加する

※無議決権又は議決権制限付株式(評価事例 p22.23 抜粋・要約)

議決権に制限のない普通株式に比較して価値が減少していると考えられる。その減少(ディスカウント)の割合を計算する手法としては、①無議決権株式と普通株式の市場価格の差異分析による方法と、②支配権を目的としたTOBのプレミアム分析による方法があると考えられる。

4.みなし清算条項付種類株式の評価例

評価事例(p.36~40)みなし清算条項付種類株式の評価事例の抜粋・要約は以下のとおり。

注…記載されているパラメーターの設定値も評価例のために創作したものであり、実際の価値評価実務で参照されるものではない。

【発行例】評価例における主な発行条件

項目	発行条件	項目	発行条件

¹ 2015年3月経済産業省経済産業局新規産業室宛「ベンチャー投資等に係る制度検討報告書～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.44

(2) 価格の算定

① 課題

種類株式(優先株式)と普通株式等との価格差に関する税務上の取扱いについては、平成23年10月に経済産業省のウェブサイトにおいて、**普通株式の他に種類株式を発行している非上場会社**が、新たに**普通株式を対象**とするストックオプションを付与する場合、税制適格の判定に当たり権利行使価格と比較

① 1株当たり発行価額	50,000円※2	⑦ 取得請求権	A社に対して当該種類株式を取得することを請求することができる。当該種類株式を取得するのと引換えに当該株式1株につき普通株式1株を交付する。
② 優先配当	なし		
③ 累積配当	なし		
④ 参加配当	なし	⑧ 譲渡制限	当該種類株式の譲渡又は取得については、株主又は取得者は取締役会の承認を受けなければならない。
⑤ 議決権	有り		
⑥ 取得請求権※1(みなし清算条項)	吸収合併等が行われる場合には、合併対価として1株につき金銭6万円を受け取ることができる。分配可能額を限度として、現金を対価として取得請求可	⑨ 残余財産の分配	普通株式と同順位
		⑩ 1株当たり普通株式の価値	1万円(直近の売買実績から参照)

※1 普通株式との異同 当該種類株式と普通株式との実質的な違いは、みなし清算条項の条件のみである。

※2 種類株式の価値 **ベンチマークとしての価値 + 特殊条件に基づく価値 = 普通株式の価値 + プット・オプションの価値 × 発生確率**
 = 1万円 + 5万円 × 80% = 5万円 (5倍)
 → 80%について…清算条項を反映させるためには、当該条項が適用された場合のキャッシュ・フローを算出し、そのキャッシュ・フローに当該条項が適用される確率を乗じることで、この条項が適用されることによるキャッシュ・フローの期待値を算出することになる。当該条項が適用される確率は、吸収合併等が行われる確率を意味する。

する対象会社株式の1株当たり価額は必ずしも**直前の種類株式の発行価格と一致するわけではない**ことが明らかにされた。

(中略)

これは、公認会計士協会の評価事例についての理解が進んでいないことや実務での活用方法が確立されていないこと等が要因と考えられる。(後略)