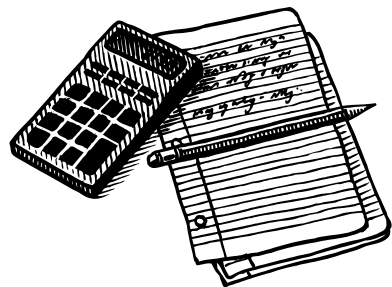


資本政策の実務



令和4年10月12日

講師：GxPartners

代表パートナー岸原稔泰

自己紹介

一般社団法人StartupGoGo／ GxPartners LLP
代表パートナー
株式会社グロースアシスト 代表取締役

岸原 稔泰



1996年下関市立大学卒業、(株)ヤオハンジャパン(現:マックスバリュ東海(株))入社。経営企画部門配属。1999年(株)ディー・ブレイン九州(現:(株)グロースアシスト)入社。福証Q-Boardなど多数のIPO支援実績を持つ。関与案件の現在の時価総額は約500億円以上。2014年実行委員長として第1回StartupGo!Go!開催。2016年一般社団法人StartupGoGo設立、代表パートナー就任。2019年4月 GxPartners LLP代表パートナーとして10億規模のベンチャーキャピタル業務開始。20年以上に亘って九州においてベンチャー支援の第一線で活躍。

【IPO支援実績】(Q-Board)ビジネス・ワン、ハウスフリーダム (QB→マザーズ)cotta (グリーンシート→マザーズ→東証1部→東証プライム) マルマエ、フィル・カンパニー

【投資実績】フィル・カンパニー、workeasy、mobby ride、レボーン、F.MED

資本政策とは

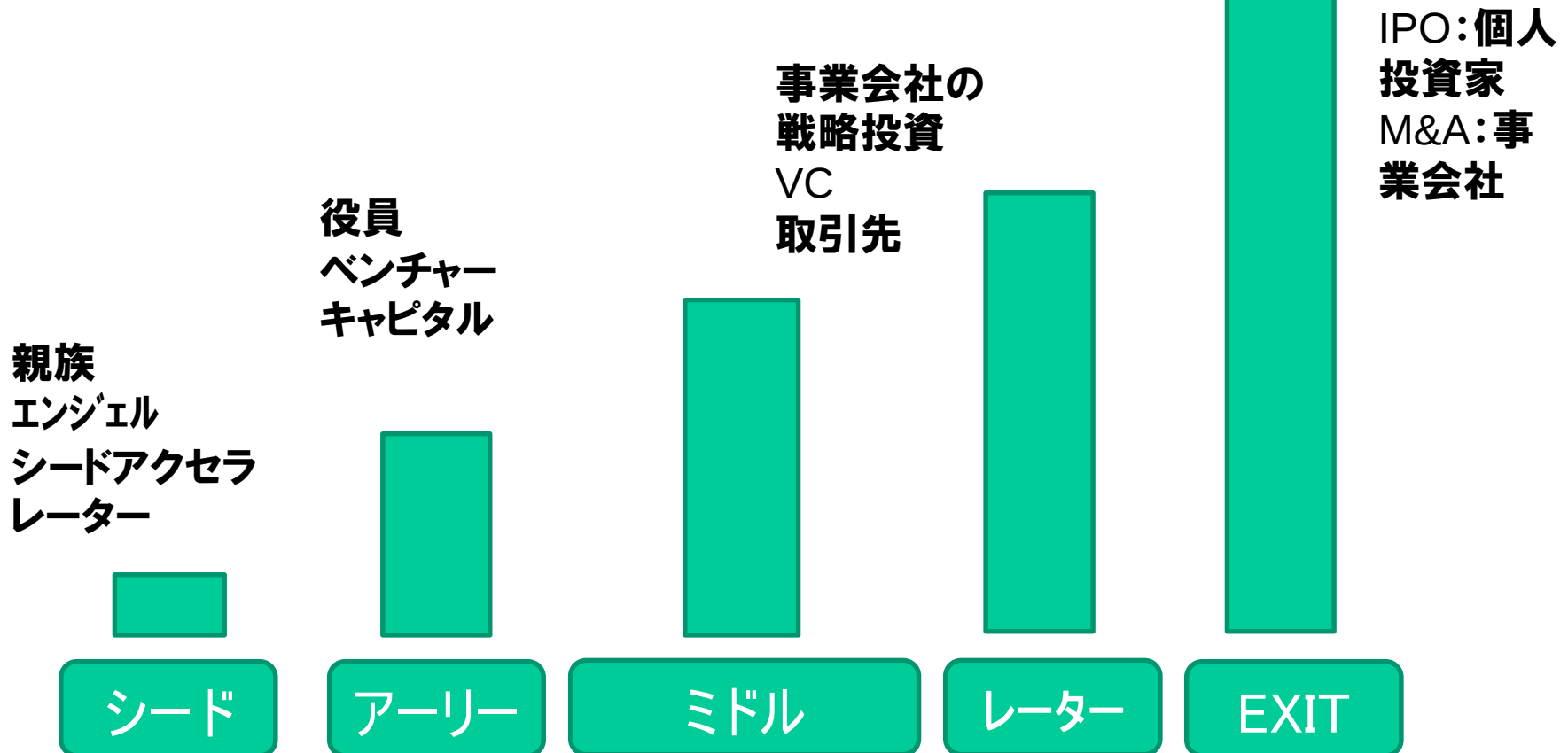
事業計画に合わせて

- ・必要な資金調達金額
- ・出資者の属性（近親者、役員、従業員持株会、取引先、ベンチャーキャピタル・・・）
- ・持ち株比率
- ・企業価値の算定
- ・投資の出口戦略（IPO、M&A）

などを検討することを資本政策と言います。

**経営者は自らの言葉で
エクイティーストーリーを語ろう！**

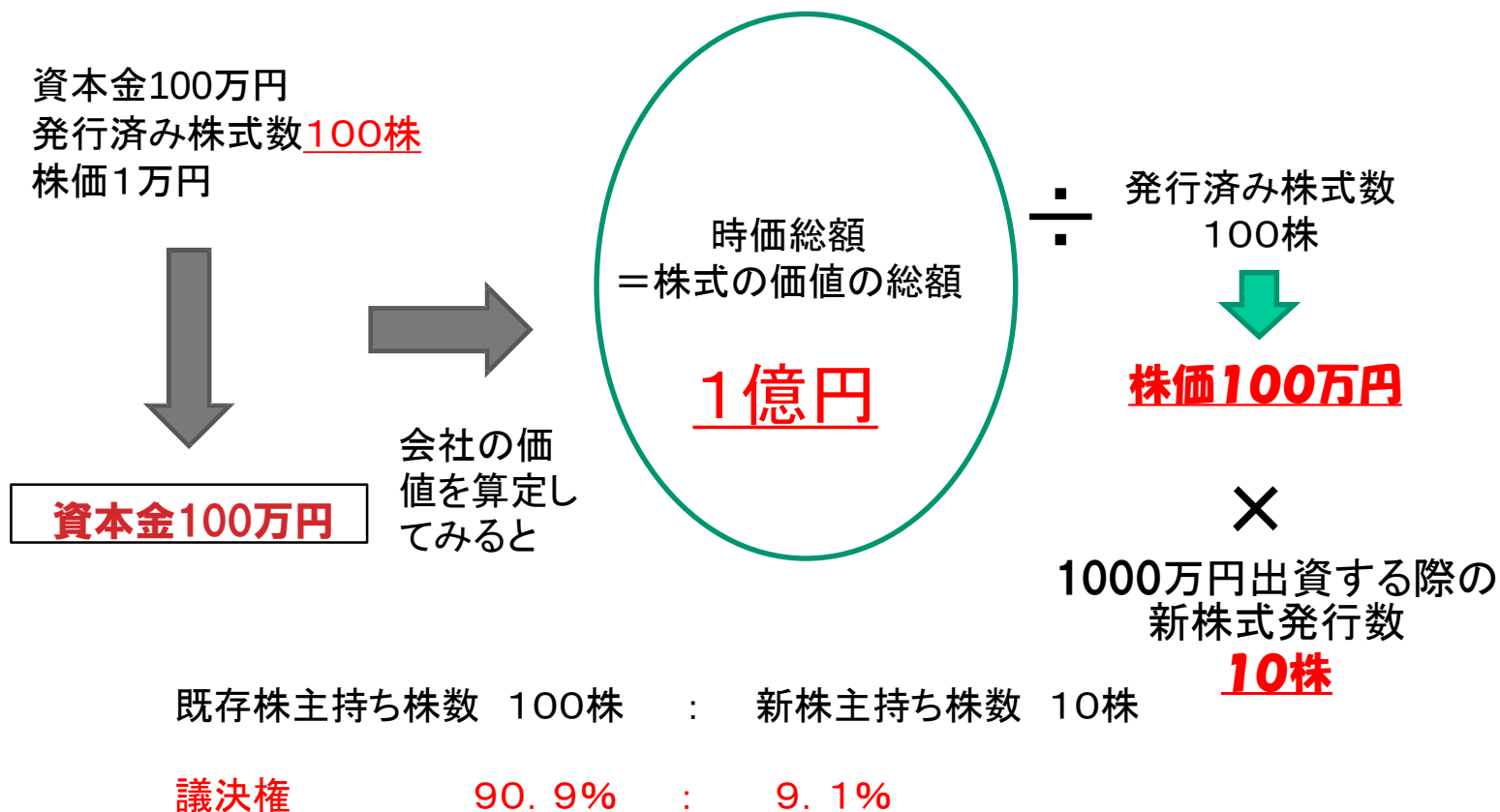
ステージごとに投資家と 資金調達額は変わる



疑問

資本金100万円のStrtupが、
投資家から1000万円投資を
受けたら経営権をとられてしまうのでは？

経営権を維持するには



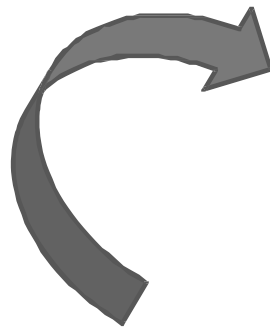
株式の価値算定の本質的な考え方

- 会社の価値は将来利益が獲得できるという「期待」
- 「期待」を高くってもらうことで、会社の価値は上がる＝株価が上がる

現在の利益
の何倍今後も
稼げるか？

1億円

当期純利益



時価総額

30倍今後稼げ
ると考えれば

時価総額
は30億円

回答

たとえ、100万円の資本金の会社でも、将来30億円の会社になるのであれば、1千万円投資して、10%のシェアしかなくても3億円の価値になるので、投資を実行する。

外部株主のシェアが10%であれば、取締役の選任も、新株式の発行も創業者の意志で行えるので経営権には問題はない。

各段階における持ち株比率と調達金額

・ シード	85%	5～30百万円
・ アーリー	70%	30百万円～3億円
・ ミドル	55%	3億～20億円
・ レーター	45%	5億～100億円
・ IPO	40%	10億円～100億円

資金調達と持ち株比率

トレードオフの関係。
事業のために資金調達が必要であれば、持ち株にこだわらないという判断もある。

決議	決議できる議案
普通決議 50%	取締役の選任・解任、 決算の承認 ^{など}
特別決議 66.7%	定款変更 自己株式の取得、 新株発行 ^(非公開会社) 事業譲渡及び解散

株価の算定方法

PER(株価収益率)とは

PER (株価収益率)

= 株価 ÷ 一株当り当期純利益 (EPS)

= ○倍 → 現在の平均は10倍～15倍、新興企業は通常20倍～30倍

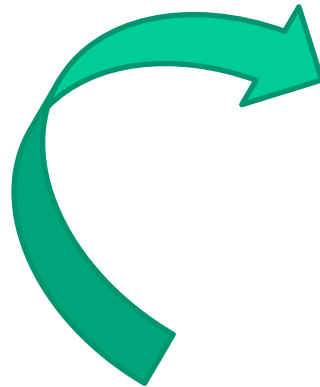
株価 × 発行済み株式数 = 時価総額

1株当り当期純利益 × 発行済み株式数 = 当期純利益

何倍か？

1000万円

当期純利益



時価総額

PERが
20倍なら

時価総額は
2億円

**マザーズの形式基準は時価総額10億円以上
現実には30億円以上が必要。Q-Boardは形
式基準3億円、3分の1の時価総額でOK。**



シードアーリー期のVC的株価を決める要素

■成長市場、チーム、起業家の捲込力

■Problem Solution Fit (PSF) 課題×解決策

■Product Market Fit (PMF) 製品×市場

■Why You、Why Now

※プロダクトの完成段階に応じて、プレシード、シード、シリーズAといった段階に分けられ、**VCの相場観**によって決まることが多い。

ベンチャーキャピタルの種類と特徴

■シード・アーリーVC

Samurai
Incubate
Inc.



GXPartners

East Ventures

DOGAN β

■シードからシリーズA

if IncubateFund



global
brain



FFGベンチャービジネスパートナーズ

■シリーズA以降



JAFECO



産業革新投資機構

SEQUOIA

■CVC



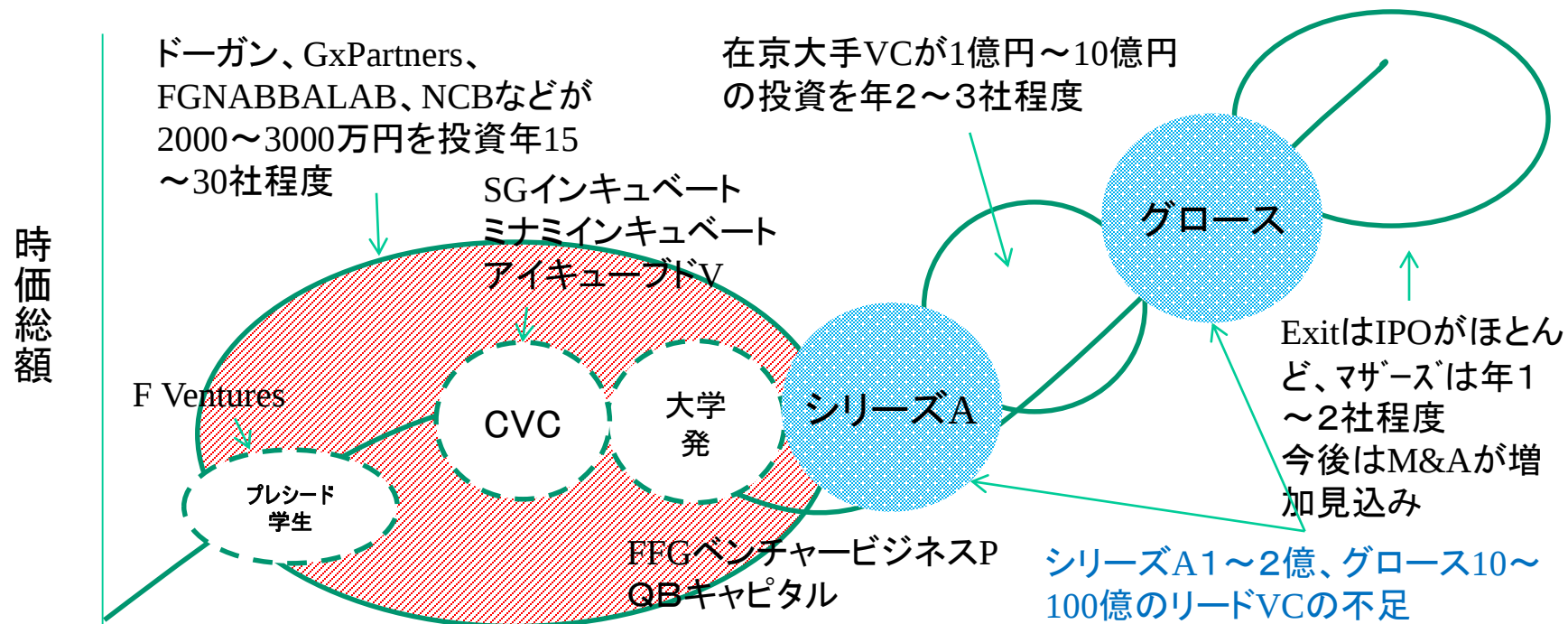
CyberAgent
Ventures



福岡のベンチャーキャピタル

■シード・アーリー期におけるStartupへ投資するVCが10社に

■シリーズA、グロースでのリードVCは東京、海外に依存



多くのStartupがシード・アーリー段階、東京以外では福岡がもっともVCが厚くなってきた！

成長の段階

ベンチャーキャピタルから投資を受ける

- VCごとに投資スコープ(業種、ステージ、チケットサイズ、リード)がことなる
- ファンドの運用期間は10年、始めの5年間が投資期間
- GP(ジェネラルパートナー)が投資決定に大きな権限を持つ
- 外部委員も入った投資委員会で最終決定を行う
- リードVCが投資契約などを取りまとめる
- 投資後は事業計画、資金調達、販路開拓、人材採用など幅広く支援を行うのが役割
- 毎月の株主ミーティングなどでしっかりと経営状況を報告
- フォロー(追加投資)を行う

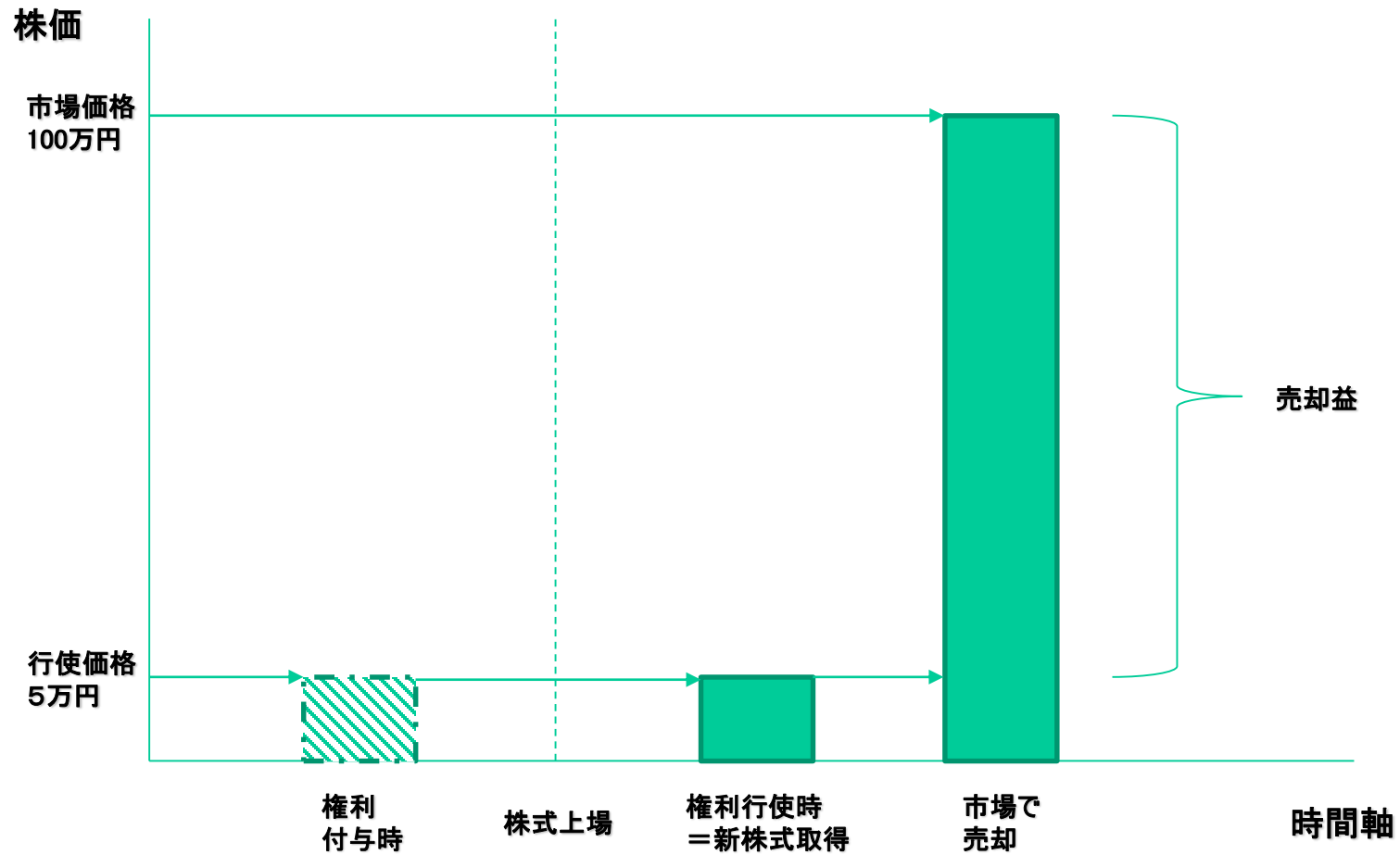
ストックオプション

ストックオプションとは

会社役員や従業員等が
あらかじめ定めた価格（行使価格）で
自社株式を購入できる権利をいいます。

株価が行使価格を上回れば、その差額がその
まま報酬となるため、ストックオプション制度は
、会社役員等に対する業績連動型のインセン
ティブ報酬として、利用されます。

ストックオプションの事例



ストックオプションのメリット・デメリット

■ メリット

- ・金銭の流出を伴わずに役職員に報いることができる。
- ・権利取得者にとって業績向上のインセンティブになる。
- ・優秀な人材の獲得に繋がる。

■ デメリット

- ・バランスを考慮しないと権利行使後の大量退社を招く
- ・従業員間で割当数に差があると不公平感を生む

(対策)

- ・従業員持ち株会の活用
- ・年間の行使数に上限を設けるなど

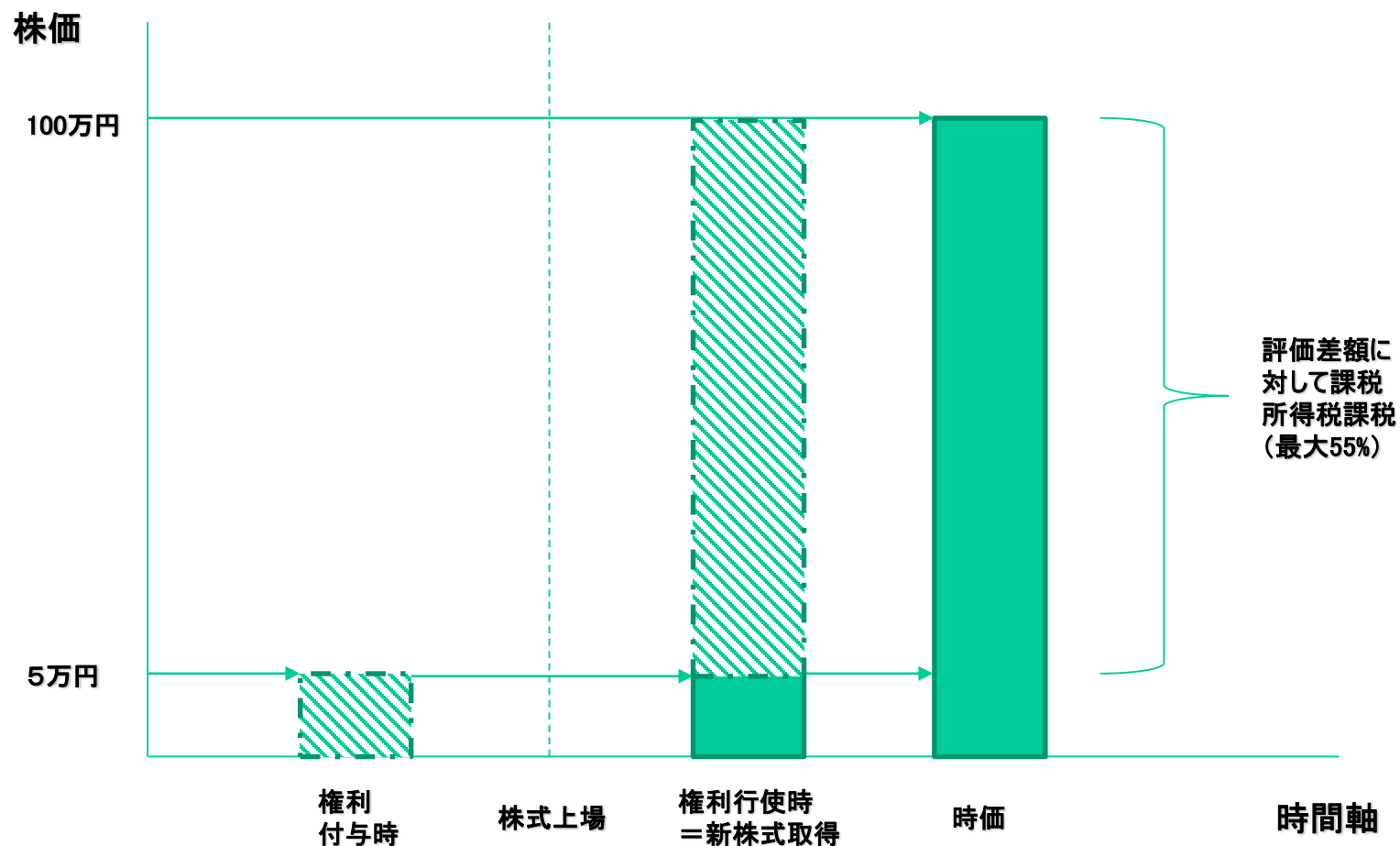
税制適格ストックオプション

(税制適格ストックオプションとは)

新株予約権は、付与を受けた時点では課税されませんが、権利を行使した時点で、行使時の時価が行使価格を上回っている場合は、所得税の課税がなされます。また、売却時点においても譲渡所得としてキャピタルゲイン課税がなされます。ただし、一定の条件を満たした場合は権利行使時の課税を繰り延べることができます。

	ストックオプション	
	租税特別措置法適用 (税制適格)	租税特別措置法適用外 (税制非適格)
権利付与時	課税なし	課税なし
権利行使時 (株式取得時)	一定要件を満たす場合は課税なし	「行使時株式時価－権利行使価格」に対して所得税課税(最大55%)
株式売却時	「売却額－権利行使価格」に対して株式譲渡所得課税(20%)	「売却額－行使時株式時価」に対して株式譲渡所得課税(20%)

税制適格にしないと権利行使時に課税される



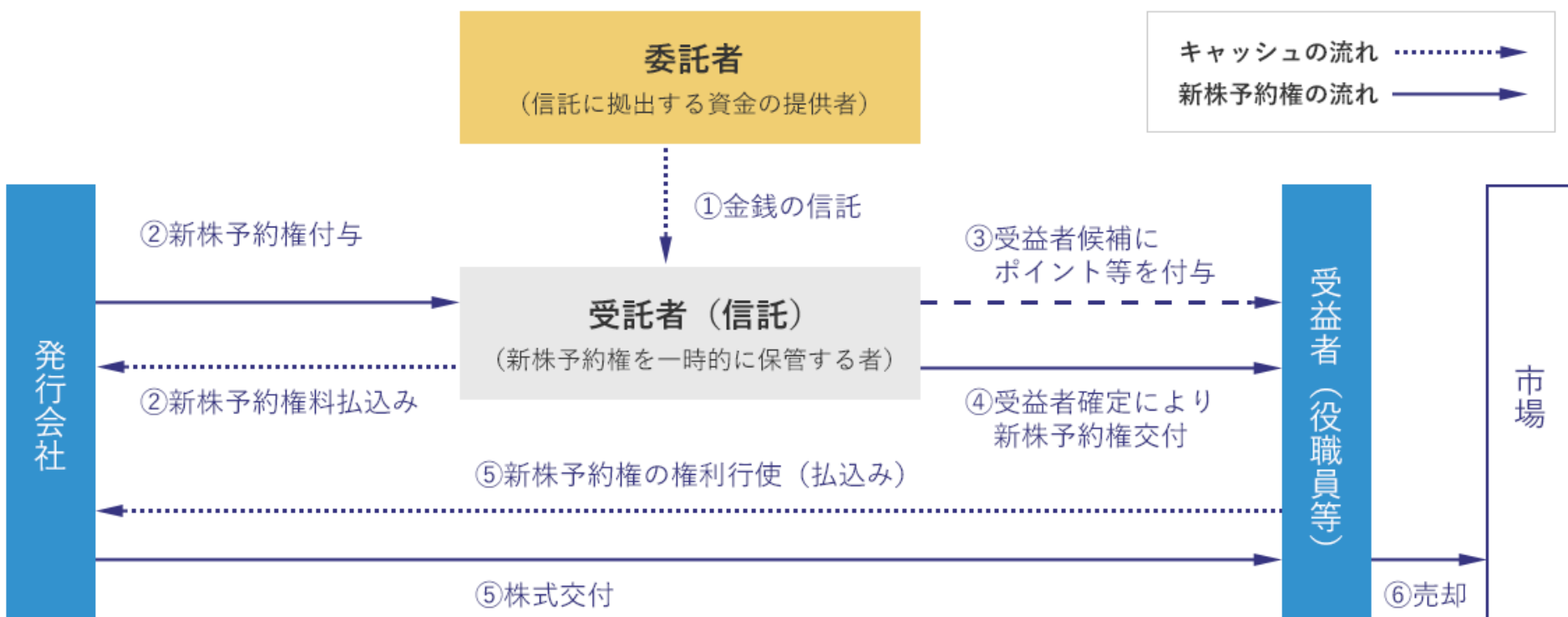
税制適格ストックオプションの適用要件

(税制適格ストックオプションの適用要件)

- (1) 権利行使が付与決議から2年以上経過、10年以内。
- (2) 権利行使価額の合計が年間1,200万円を超えないこと。
- (3) 権利行使価額が契約締結時の株価以上であること。
- (4) 対象者が、自社の取締役または使用人(発行決議時点で発行済株式数の3分の1超保有する者及びその配偶者・親族等を除く)、50%超を保有する関係会社の取締役または使用人(付与決議会社の発行済株式数の3分の1超保有する者及びその配偶者・親族等を除く)、または、上記の相続人であること。(なお、上場会社の場合は、3分の1を10分の1と読み替える)
- (5) 当該新株予約権は譲渡制限されていること。
- (6) 新株予約権の行使等が会社法に反しないものであること。
- (7) 譲渡または、発行される株式につき保管の委託または管理等にかかる契約があらかじめ証券業者または金融機関との間で締結されていること

信託型ストックオプション

- 信託型ストック・オプションとは、委託者（オーナー・経営者等の第三者）が贈与する意図で、信託行為によって資金を受託者（信託）に預け、受託者が購入した発行会社の時価発行新株予約権を将来、受益者（役職員等）に客観的な業績評価に基づいて新株予約権を配るスキームです。
- 時価発行新株予約権の付与対象者および付与規模を『後決め』することができる点が特徴です。



出典: 株式会社プルートス・コンサルティング

投資手法

さまざまな投資手法

■普通株式

エンジェルラウンドなどにおいて活用されることが多い。手続きが簡易だが、優先株式に劣後する

■有償新株予約権(J-KISS)

シード、プレシリーズA段階でアクセラレーターやVCが投資する際に活用されている。次回ファイナンスの際に優先株式に転換できる、負債とならない、バリュエーションを繰り延べできるなどのメリットがある。

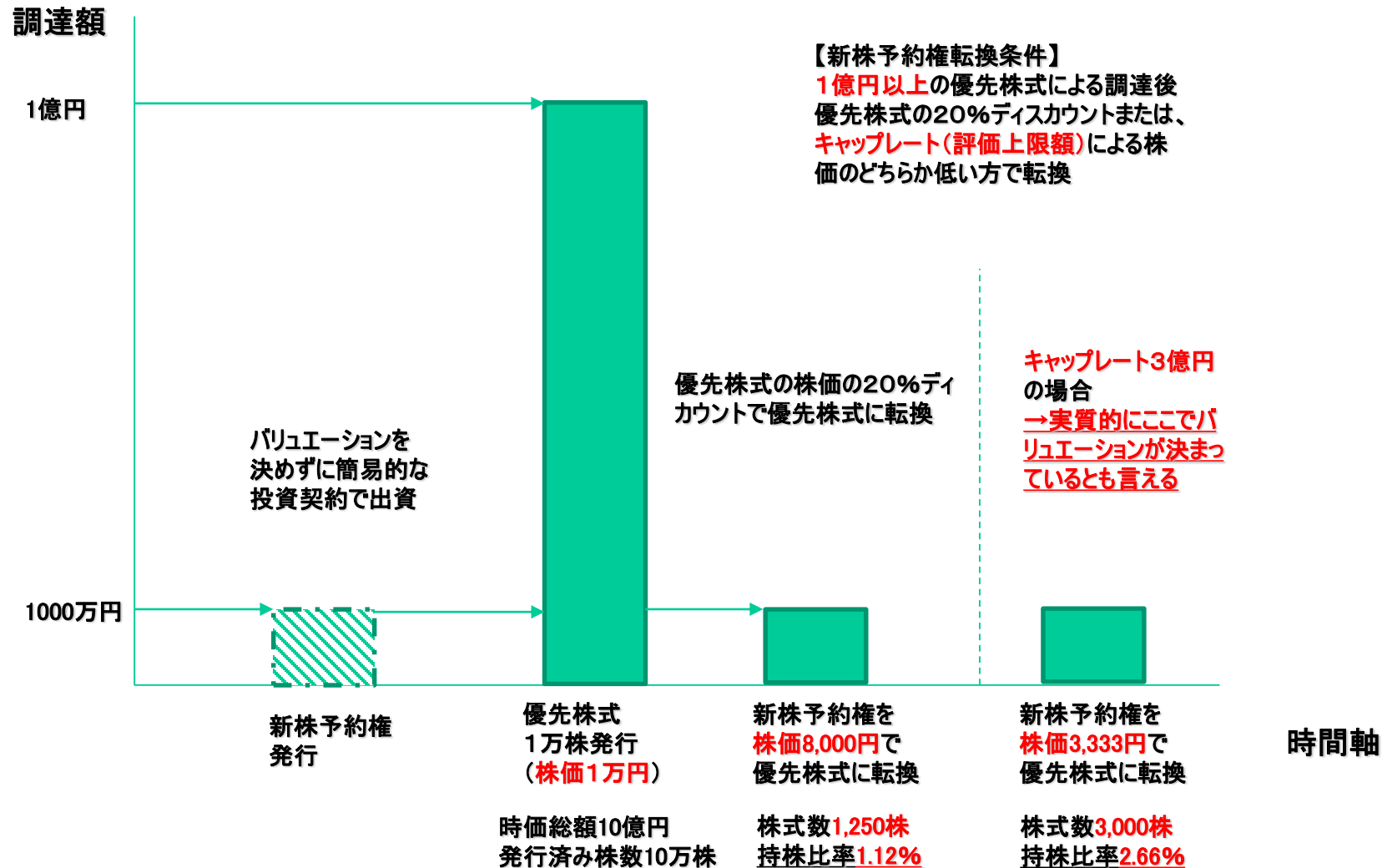
■優先株式

残余財産の分配、配当などで普通株式よりも優先権をもつ、みなし清算条項※や、共同売却権(タッグアロング)、強制売却権(ドラッグアロング)などが織り込まれることもある。

※みなし清算条項

発行会社にM&Aが生じた場合に、発行会社を清算したものとみなして投資家に対して分配を行うことを内容とする条項をいいます。例: 起業家が100万円、VCが2000万円を投資シェア10%で投資していた場合、1億円でM&Aが実現した時には起業家が9千万円、VCは1000万円の取り分となり、VCは損をすることになるが、2000万円を優先分配とすることでVCの損失を防ぐ条項。

有償新株予約権 (J-KISS) とは



(参考資料)

類似会社比準価格とは

■類似会社比準価格＝市場価格

上場時の公募価格算定については、類似会社比準価格によって算定されます。類似会社比準価格は複数の類似会社を選定し、1株当たり純利益及び純資産についての比率を求め、当該平均比率を類似会社の株価に乗じて算定されます。

類似会社比準価格＝類似会社株価×1/2×(新規上場申請者の1株当たり純利益額/類似会社の1株当たり純利益額+新規上場申請者の1株当たり純資産額/類似会社の1株当たり純資産額)

類似した上場会社の(PERでの株価＋PBRでの株価)／2で計算

- ・IPO時はさらに30%ディスカウント → 根拠が曖昧と批判
- ・事業内容、会社の規模などを勘案して類似会社を設定
- ・PERやPBRは異常値がでている会社は除く
- ・利益は予想利益を使う
- ・純資産の金額の大きさが株価を大きく左右
- ・現状では市場平均でPER15倍、PBR2倍程度。成長性を加味すればPER20倍、PBR3～5倍もあるが株式市場次第。

批判をうけてIPO時の株価算定が改定

日証協は2回に分けてルール改正する	
6月	公開価格の算定根拠などを企業に詳しく説明する
	公募株などの主幹事会社の引受割合について企業と十分に協議する
11月	仮条件の範囲を超えた公開価格の設定をルール化
	公開価格の設定に合わせた売り出し株数の変更を可能にする
	事前の投資家向け需要調査をやすくして実施を推奨する

(参考資料)

その他の株価算定方式

■DCF法＝将来の利益を基にした価格

企業(事業、プロジェクト、資産)が将来にわたって生み出すフリーキャッシュフローを推計し、その流れを一定の率(WACC)によって割り引いて算出した現在価値のことです。企業価値やプロジェクト投資などの投資成果の価値評価をする際に使われます。

ただし、事業計画などの精査がないと恣意的な株価算定になりやすい

■純資産価格法＝解散価格

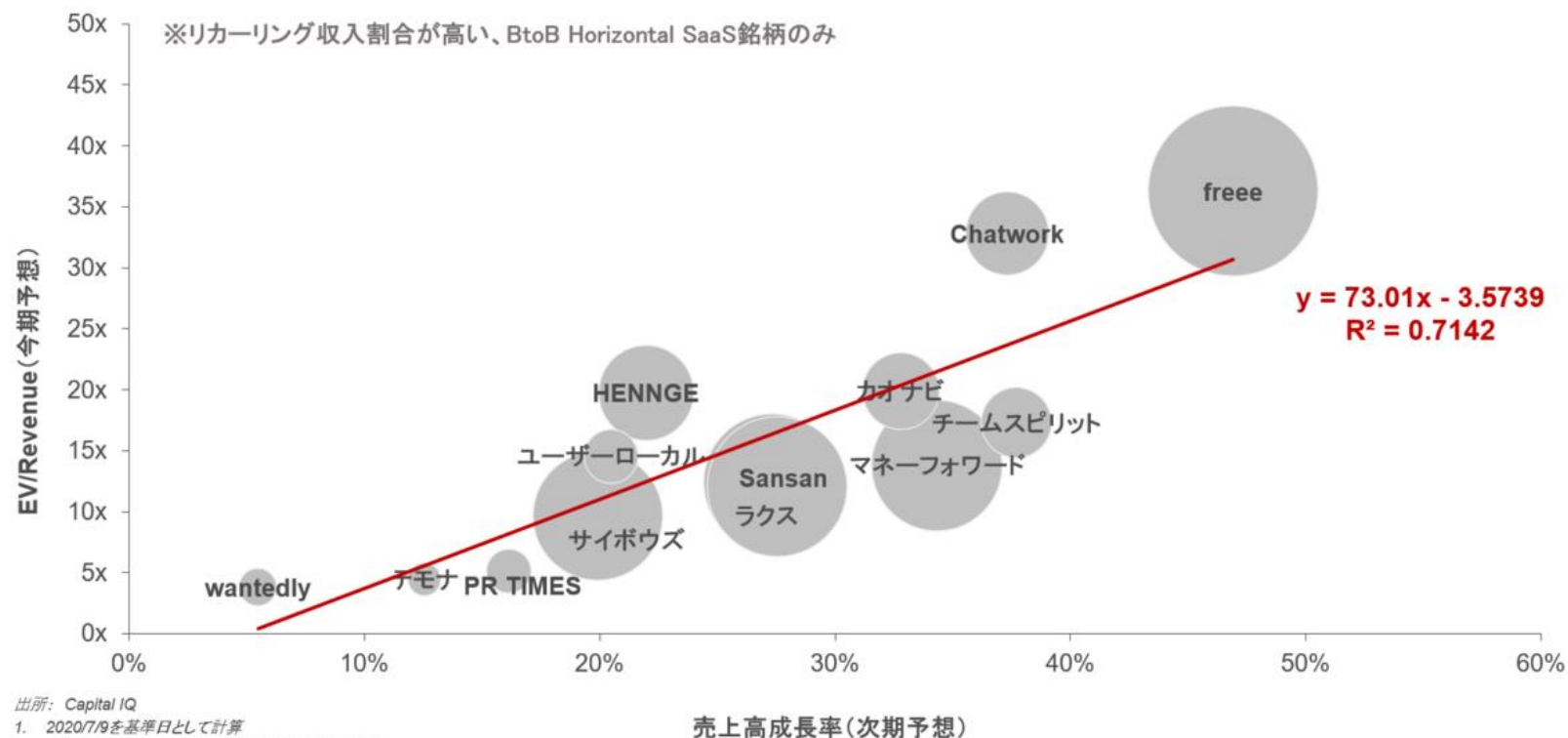
純資産価額方式とは、評価会社の課税時期における資産(相続税評価額)から負債(相続税評価額)及び、評価差額に対する法人税額等相当額を控除して評価額を求める方式をいいます。

■PSR(Price to Sales Ratio)株価売上高倍率。＝SaaSモデル企業等の評価価格

時価総額を年間売上高で割ったもの。主にPSRは新興成長企業の株価水準をはかる指標として用いられる。以前はPSR20倍～30倍で評価される会社も。

昨年までは・・・PSRと売上成長率で見る高評価上場企業

EV/Revenue(今期予想) vs 売上高成長率(次期予想)

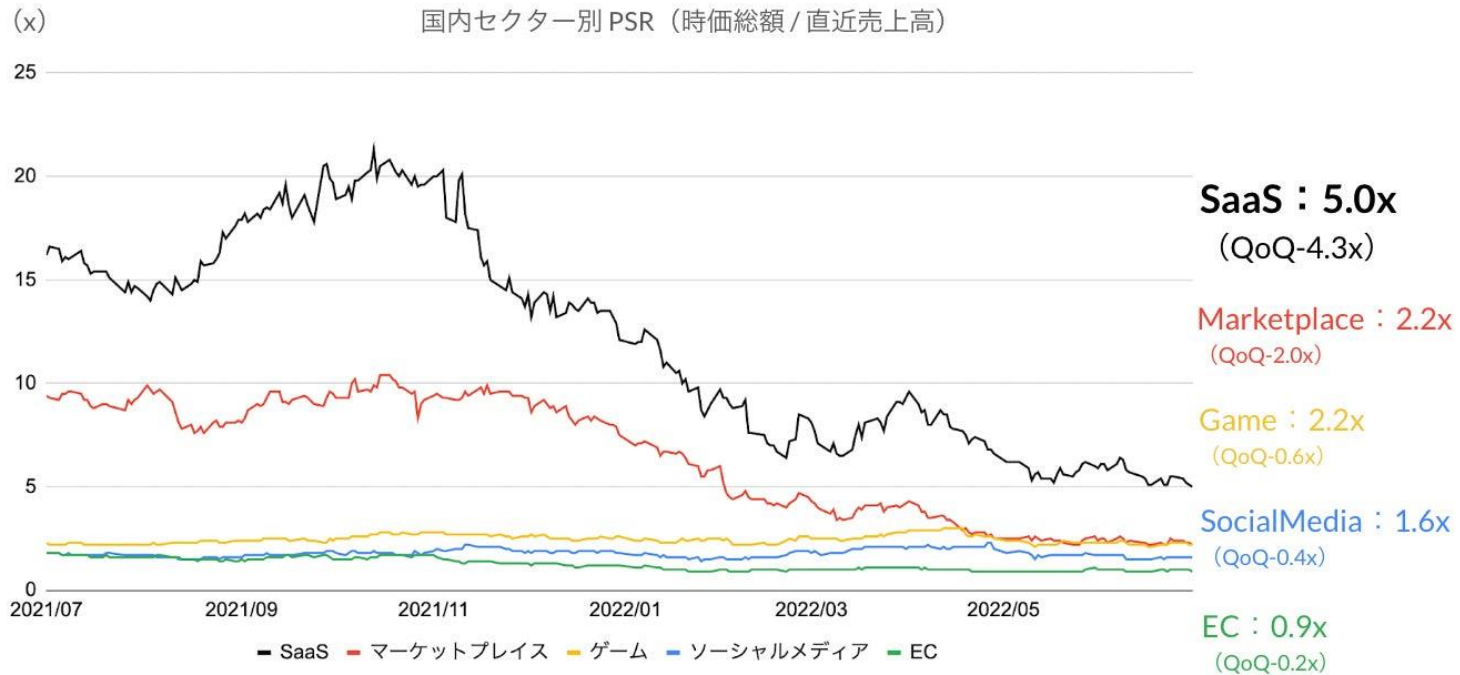


dnxventures

PSRの倍率は20倍から5倍へ

SaaS市場のマルチプルは、他セクターより高水準をキープ

ONE
CAPITAL



Source: [projection-ai.db](#), CapitalIQ, 2022年6月末時点

16

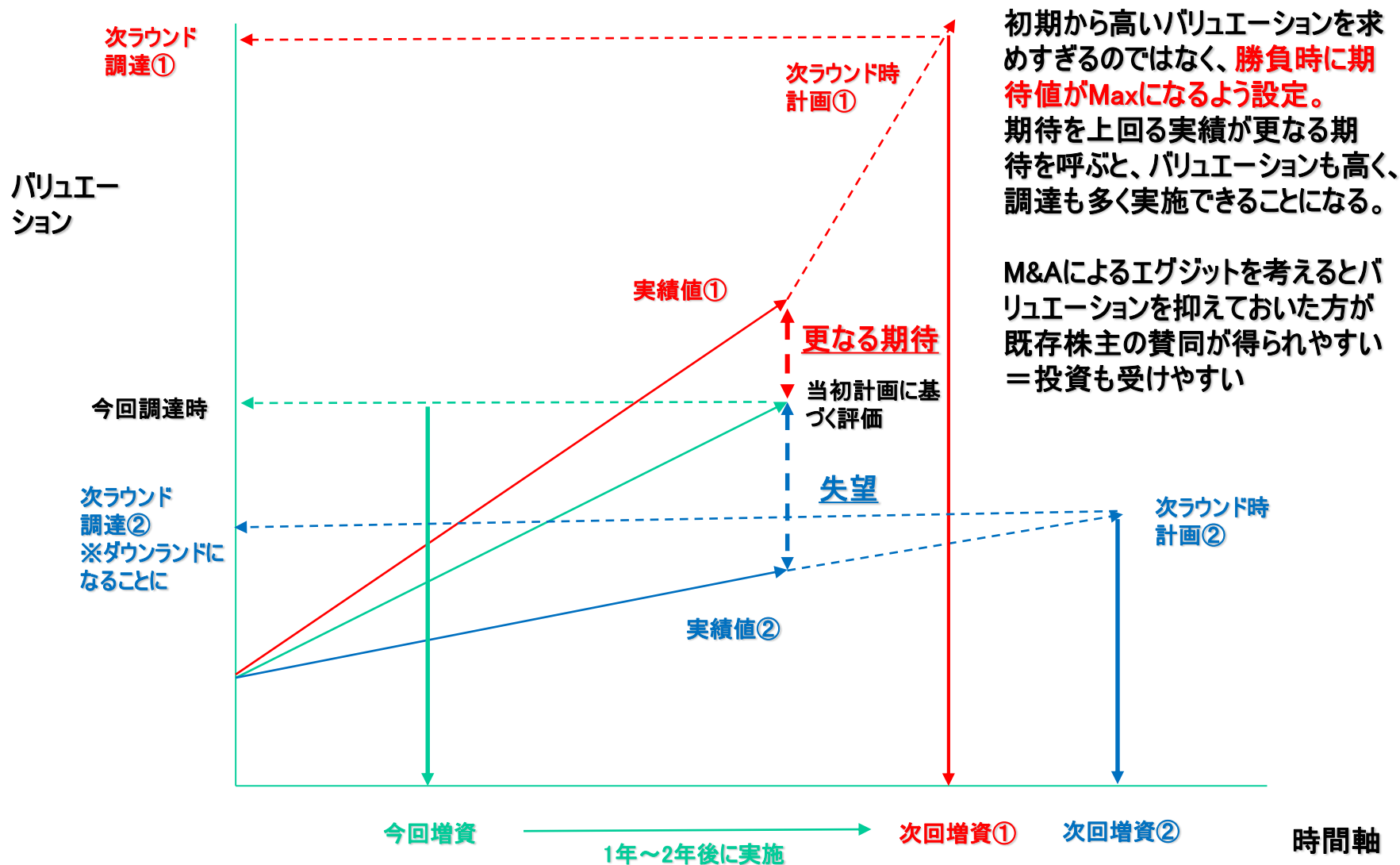
資本政策モデル

(資料参照)

こういったことに気をつけましょう！

- 創業者間契約を結んでいなかった
- 安易に提携先に株式をもってもらったが、その後関係が悪化、買取りを求められた。
- 適正な手続きを経ずに自社で株式を買取り。
- ストックオプションが発行済み株式数に対して大幅に多く、上場時に一部放棄を求められた。
- 会社設立手続き、株式譲渡手続き、株式発行手続きに不備があり上場が困難になった。
- 前回高すぎる株価で増資を行ったために、投資家にとって割高となり次のファイナンスが進まない

バリュエーションは期待値、次の調達を考えて設定を



(参考資料)

資本政策作成上の留意点

	ファイナンス	インセンティブ	アライアンス
事業計画	収益計画の実現可能性 必要資金と資金調達と の関連及び時期	ストックオプションの発行で モチベーションを高め、優秀 な人材の獲得により事業計 画の達成可能性を高める。	一旦資本提携してしまうと戦 略の転換が困難。相手選び は慎重に。
株主構成・経営 権の維持	・経営権の維持と資金調達は トレードオフの関係 ・上場後に売却する株主が多 いと株価低迷の要因に	大量の新株予約権の付与な どは是正を求められる。 平均発行済株式数の10% 程度が適正。	・IPO後の安定株主 ・大手企業との資本提携で は最終的にM&Aの可能性 もある。
株価・企業価値	時価総額(株価)の高い会社 は成長性・収益性が評価され た会社ではあるが、高い株価 を求めすぎると次のファイナ ンスに支障が起こる。	潜在株式の行使により1株 当たりの価値が希薄化する ため株価の下落要因。	投資のリターンよりも、協業 による事業価値の向上を重 視。バリュエーションの判断 がゆるくなることも。
その他	エクイティとデットのバランスを 考える。ROE(株主資本利益 率)を考えると負債による資金 調達が株主にとって株式の希 薄化を防ぐことも。	ストックオプションの有無の 違いで社員間の不公平感が 生まれることも。IPO後に幹 部クラスは家が、従業員に は車を買える程度が一つの 目安か。	・対等な交渉力を持つため に専門家を活用すべき。 ・特定のグループが入ること で「色」がつくことも。

参考資料

少数株主の権利

(参考資料)

議決権比率	株主の権利
1株以上	定款・株主総会議事録・取締役会議事録謄写閲覧権 計算書類等閲覧謄写請求権 責任追及等の訴え提起権
1%以上又は300個以上	株主提案権
1%以上	総会検査役選任請求権
3%以上 (公開会社では6ヶ月継続 保有要件あり)	株主総会招集請求権 役員解任請求権 会計帳簿閲覧請求権

(参考資料)

用語の定義と意味

■株主割当増資

株主割当増資は、新株予約権を既存の株主に与えるというもので、**株主はその持株数に応じて**、有償で新株が割り当てられます。新株の発行価格は、時価とは関係なく設定されます。

■第三者割当増資

株主割当増資によらない増資手続き。既存株主であっても、**持ち株比率に変更がある場合**は第三者割当増資という。業務提携の相手先や取引先等、発行会社と関係のある特定の者に新株式を発行することをいい、業務提携先との関係を強化する場合や投資会社から投資を受ける場合などの**一般的な増資方法**。

■株式分割

株式分割は、資金調達を伴わない新株式の発行形態で、既に発行されている**株式を細分化**して発行済株式数を増加させ、その増加分を、株主の所有株式数に応じて配分する方法です。株式分割を行って発行済株式数が増加しても、株主の**持株比率には変化がないため**、株価（株式の単価）は分割比率に応じて理論上は下がることとなります。10分割すれば株価も10分の1に。

■売出し

既存株主の所有株式を株式市場で**不特定多数に販売**することを「売出し」といいます。IPO時にオーナーやVCの株式を一般投資家に販売して株式売却利益を得ることができます。

(参考資料)

用語の定義と意味

■公募と募集、私募

公募増資は広く株主を募るときに使われる言葉です。金融商品取引法では**50人以上※に投資勧誘する場合**を広く株主を募集する「募集」と定義し、**49名以下を私募**としています。

※みなし有価証券(ファンドなど)は500人

■新株予約権付社債(＝転換社債)

行使期間内であれば、発行会社の株式を一定の価格で取得できる権利が付与された社債をいいます。

新株予約権付社債は、社債の一形態ですから、確定利付債としての利息収入を每期得られることになります。

新株予約権付社債のうち、新株予約権が行使された場合には、**当該行使に係る払込に代えて、当該社債の全額が償還**されるものは、転換社債型新株予約権付社債と呼ばれています。

(参考資料)

用語の定義と意味

■株式の希薄化(ダイリューション)

株式の数が増えることで、1株あたりの価値が下がること。株主は企業が得た利益から、配当という形で分配を受ける。増資で新たに株式を発行したり優先株が普通株に転換されたりして**株式の総数が増えると、1株あたりの利益は減り、持株比率も下がる**。この場合、既存株主にとって不利益と映り、株価は下がることが多い。

■自己株式の取得

会社法では、自己株式の取得できる場合を定めており(会155)、株主総会決議、取締役会決議を経て取得することができる。ただし原則として**財源規制(分配可能利益の範囲内)**を課している。

取得方法①すべての株主に申込み機会を与えて行う取得(ミニ公開買付)

要件→株主総会の普通決議

取得方法②特定の株主からの取得

要件→**株主総会の特別決議、売主の追加請求権あり**

証券取引所の審査基準(形式基準)

(参考資料)

	本則市場	Q-Board
対象	-	九州周辺に本店を有する企業又は九州周辺における事業実績・計画を有する企業
株主数（上場時見込み）	300人以上	200人以上
流通株式（上場時見込み）及び公募等の実施	流通株式数2,000単位以上かつ上場株式数の25%以上 又は 上場日の前日までに公募又は売出しを1,000単位又は上場株式数の10%のいずれか多い株式数以上を行うこと	(500単位以上の公募)
上場時価総額（上場時見込み）	10億円以上	3億円以上
売上高	-	成長可能事業の売上高が計上されていること
事業継続年数	3年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしていること	1年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしていること
純資産の額（上場時見込み）	連結純資産の額 3億円以上 (かつ単体純資産の額 正)	連結・単体純資産の額 正
経常利益の額（連結経常利益）	最近1年間 5,000万円以上	-
上場会社監査事務所による監査	最近2年間の財務諸表等及び最近1年間の四半期財務諸表等について上場会社監査事務所の監査又は四半期レビューを受けていること	「上場申請のための有価証券報告書」に記載及び添付される財務諸表等について、上場会社監査事務所の監査等を受けていること

(参考資料)

証券取引所による規制

継続所有

- ・第三者割当等に係る株式等の継続所有

直前申請年度末の**1年前**の翌日から上場日の前日までに割当を受けた場合は、**上場後6ヶ月を経過する日まで**、その株券の**継続所有**が義務付けられ、継続所有の確約書の提出が求められる

- ・ストックオプションの権利行使による当該新株の継続所有期間

上場申請日の直前事業年度末の**1年前**の翌日から**上場日の前日まで**ストックオプションとして付与された新株予約権は権利行使されるまで**継続所有**が義務付けられ、権利を行使して取得した株式については上場日の前日まで継続所有が義務付けられ、継続所有の確約書の提出が求められる

開示: I の部、有価証券届出書の「株式公開情報」において以下を開示

- ・特別利害関係者等の株式等の移動状況

直前事業年度の末日の**2年前**の日の翌日から上場日の前日までに**移動があった場合は**、移動内容、取得者の氏名、移動価格、価格算定方式を**開示**する

- ・第三者割当等による株式等の発行の内容

直前事業年度の末日の**2年前**の日の翌日から上場日の前日までに**第三者割当等を行った場合**、その内容、取得者の氏名、価格算定方式を**開示**する

(参考資料)

金融商品取引法による規制

- ・勧誘人数が50名以上の場合は募集に該当
- ・6ヶ月以内に株式等の取得を勧誘する人数を通算して50人以上の場合は募集に該当
- ・1年間通算して同一の種類の有価証券に係る募集又は売出しの総額が1億円以上になると届出書の提出が必要

募集又は売出	50人以上	49人以下
1億円以上	有価証券届出書	不要
1億円未満	有価証券通知書	不要

- ・新株予約権も有価証券。ストックオプションは募集にはあたらないが、コンサルタントなどを加えた場合は、募集に該当するので留意が必要。
- ・新株予約権の場合は、発行価額と行使価額の合計が1億円以上であれば有価証券届出書の提出が必要。