

金融・資本戦略を巡る現状

ご承知の通り、金融知識や資本政策の失敗は早いステージから重要と頻繁に言われる通り、タイミングと順番を間違えると後戻りできず、取り返しが付かない致命的な事象となります。

すなわち金融・資本戦略は資金調達や人材開発をめぐって激しく変化する企業統治環境に欠かせない戦略そのものであり、全てのアクションを起こす前に徹底して知識を具備して置くのが理想ですが、実際には驚くほど多くのケースで判断を間違える事例が見受けられます。

残念ながら、資本戦略のアドバイザーは絶対数も少なく、しかも助言内容が正直良質ではなく、いざ実務が発生するというときにはもう手遅れ、あるいは適格な判断や動作の選択肢がなくなっている、というのが企業経営者の大きな悩みとなっているのが実際です。

事業戦略と金融・資本戦略は車の両輪

事業戦略は事業計画書によってその哲学と方針が示され、同時に将来に向けての中期的な具体的な数値が策定されていることがマストです。

また金融・資本戦略は資本政策表において必ずE X I Tまでの有価証券に関するすべてのアクションを想定して、自らが適正と考える具体的な株主構成を時間軸に沿って全体を俯瞰する必要があります。

事業戦略と金融・資本戦略はビジネスを行い企業を運営するうえで車の両輪を為すものであり、それぞれの構築と実行に膨大な質量のリベラルアーツを駆使することが肝要です。

教科書通りの企業価値評価手法と現実との差異

3

- ▶ ネットアセット・アプローチ（純資産法）
主として対象会社の貸借対照表上の純資産に着目した方式であり、株価評価方法としてのネットアセット・アプローチは、相続税評価における純資産法と同義
- ▶ マーケット・アプローチ
評価対象会社の市場株価の分析、類似上場会社や類似取引事例などとの比較によって価値を評価する方法であり、市場において成立した価格や取引に基づく評価アプローチ
市場の取引環境を反映しながら、客観性を重視するので大きくぶれる
主な評価方法としては、市場株価法、取引事例法、株価倍率法（類似上場会社方式）等
- ▶ インカム・アプローチ（収益方式）
評価対象会社から期待される利益ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方式であり、将来の収益獲得能力を価値に反映させる手法なので将来価値を表現する
主な評価方法として、収益還元法、DCF法、配当還元法等

創業からEXITに至るまでの評価手法としては、入口（シード、アーリー）は純資産簿価、出口（IPO、M&A）ではマーケットアプローチ、がコンセンサスだが、肝心の坂の途中においての実務では、力関係の非対称性と事業計画書の蓋然性欠如によってほぼ投資家との相対の交渉で決まっており、DCFが理論的には理想であるにも関わらず、それが価値評価の手段になることはほぼ皆無である
このことが、株主構成コントロールが常に議論の対象となる本質的な原因である

企業価値とは時価総額

$$\text{時価総額} = \text{株式時価} \times \text{総発行株式数}$$

➤ 株価の決め方

①時価総額を株主や投資家と交渉して時間軸に沿って順次上げていく

v s 上場企業の場合、株価は一般株主が決める

②新規発行株式による希薄化を株主や投資家と交渉して支配権の確保を行う

v s 上場企業の場合、発行株式数は一般株主が希薄化を制限する

③合意した時価総額を合意した新規株式を含む総発行株式数で割った数値が株価となる

- ### ➤ 株主や投資家とのコミュニケーションスキルや知識が不足していると、目先に限らずその後の企業価値向上やEXIT戦略やポストEXITに致命的な影響を及ぼすが、最悪の場合、坂の途中で内紛が起ったり、会社経営が空中分解したり、役職解任されたり、EXITの可能性が消滅するに至る可能性がある

時価総額、保有比率、株価の関係性

	創業時	Sラウンド	シリーズA	シリーズB	シリーズC	IPO公募
調達金額	100万円	3000万円	1億円	3億円	5億円	10億円
時価総額	100万円	3億円	10億円	30億円	50億円	100億円
保有比率	$\frac{100}{100} \div \frac{0}{100}$	$\frac{100}{110} \div \frac{10}{110}$	$\frac{100}{120} \div \frac{20}{100}$	$\frac{100}{130} \div \frac{30}{130}$	$\frac{100}{140} \div \frac{40}{140}$	$\frac{100}{150} \div \frac{50}{150}$
オーナーシップ(約)	100%	91%	83%	76%	71%	67%
株価(約)	1万円	270万円	830万円	2300万円	3600万円	6700万円

株式の取引について回る税務リスク

株式取引に関しては、一物二価は御法度という考え方に注意



個人間の株式取引で成立した株価については、相続税評価という観点での議論が発生しますが、個人と法人の間でトランザクションが行われる際はその時点もしくはその事後で株式の時価を考察する必要があります。必ず専門家（税理士、税法弁護士）に相談する必要があります。

また、個人税法と法人税法の実務が異なるということに加えて、時間軸の観点から一物二価を採用した意図に疑義がもたれる可能性があります。



ケースとしては、適格機関投資家からの増資株価、ストックオプション発行時の権利行使価格設定、社員持ち株会の設立や買増、既存株主間の譲渡や買戻し、が同時、あるいは近接した時間帯の中で行われる場合にトラブルの原因が作られてしまうことが多いと思われます。

新株予約権各種比較表

	有償型	無償型	
		税制適格	税制非適格
行使価格	株式時価以上に設定	株式時価以上に設定	制限なし
行使期間	制限なし	当初2年間のロックアップ	制限なし
行使条件	業績・株価条件等	税制適格要件の制約を受ける	不要
費用計上	なし	なし	なし*
発行決議	株主総会決議	株主総会決議	株主総会決議
付与者課税	キャピタルゲイン課税	キャピタルゲイン課税	権利行使時課税 (給与所得課税)

本書に記載されている情報は、事前検討のための情報提供を目的として作成されたものです。

従いまして、概略を重視して作成していることから、個別内容について正確性を欠く記載となっている点があるかもしれませんのでご注意ください。

本書に記載される情報は一定の仮定に基づき、一般に公表された情報並びに本書の受領者及び第三者からチームアカデミック・ギャングスター（以下、「当社」と総称します）に対して提供された情報に依拠して作成されており、本書に記載された情報の正確性または完全性に関する表明は行われません。

また、記載された見積りが将来において達成されるという表明及び保証は行いません。

従いまして、当社は、本書に記載されている情報について一切保証を行わず、また、本書に記載されている情報に関する責任（本書に明記された又は記載されない事項に関する明示または黙示の表明または保証を含むが、それらに限られない）を一切負わないことを明記します。

本書に記載される見解や取引条件は暫定的なものであり、本書が作成された時点での財務、経済、市場、法制度、会計制度及び税制並びにそれらの一般的な解釈・見解及びその他の状況に基づくものであり、今後変更され、又は変動する可能性があります。

従いまして、その実現性・適法性・解釈等の継続性等について当社が保証するものではなく、本書の受領者は、本書の内容及び本書に記載されている取引の検討に関して、弁護士、監査法人、税理士等にご相談及び確認することが必要となります。貴社が本資料に含まれる情報に基づき、何らかの意思決定や何らかの行動を起こされたり、あるいは起こされなかったことよって発生した結果について、当社、当社職員及び当社代理人は、法律その他いかなる賠償責任及び義務も負いません。

本書の受領者は、本書を受領することにより、本書に含まれる本書に関連する一切のデータ、分析、結果その他の情報（本書に関連して当社より口頭で提供される情報を含む）について無期限に秘密を保持し、第三者に対して配布または開示せず、公開しないことに同意したものとみなされます。