



《会計・税務の知識》（スタートアップ支援特集）種類株式の価値評価

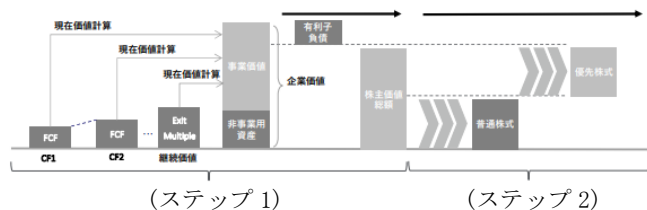
はじめに

前回（2024年10月10日発行 <https://koyano-cpa.gr.jp/archives/knowledge/16896>）は種類株式を活用したベンチャーファイナンスについて解説しました。今回は、種類株式（みなし清算条項付）の価値評価方法を解説します。

1. 全体像

種類株式の価値評価は、（ステップ1）まずインカム・アプローチやマーケット・アプローチで発行会社の株主価値総額を計算し、（ステップ2）計算された株主価値総額を優先株式等の種類株式や普通株式にそれぞれ配分することにより行われます。

そして、配分方法としての種類株式の価値評価方法として、①現在価値法（CVM）、②オプション価格法（OPM）、③確率加重期待収益法（PWERM）、④それらを組み合わせたハイブリット法の4つが挙げられます。



2. 種類株式の価値評価方法とその特徴

(1) 現在価値法（CVM）

評価基準日現在の株主価値を、みなし清算時の優先分配額による価値と普通株式への転換価値のいずれか大きい方の価値に基づいて、各種の株式に配分する評価法です。

評価手続	①評価日時点における株主価値を算定する。 ②算定された株主価値をみなし清算に対する優先権による価値又は普通株式へ転換した価値のいずれか大きい方の価値に基づき種類株式に配分する。普通株式については、優先部分を考慮した残余価値を配分する。
適合する状況	次の二つの場合に限定される。 ①みなし清算事象の可能性が迫っている。 ②アーリーステージにあり、 ア. 事業計画で大きな成長が見込まれない場合。 イ. 株主価値が種類株式の優先分配額による価値を大幅に上回っていないため、普通株式に大きな価値がない場合。 ウ. 将来の収益見通しが困難でありインカム・アプローチによる株主価値の評価ができない場合。
メリット	適用が容易である。
デメリット	①株主価値の見積り結果次第で配分額が大きく変動する。 ②将来の期待収益を考慮する株主価値を考慮したものではない。

(2) オプション価格法（OPM）

種類株式のみなし清算時の分岐点の金額を権利行使価額とみなして、普通株式と種類株式を企業価値に対するコール・オプションとしてモデル化する評価法です。当該評価法では、評価基準日ではなく将来のみなし清算事象の発生時におけるみなし清算事象の優先権の影響を明示的に考慮しています。

評価手続	オプション価値の算定手法には、ブラック・ショールズモデル（以下「BSモデル」という。）やモンテカルロシミュレーション等様々な手法がある。ここでは、完全市場を前提にする場合のコール・オプションのプライシングとして使用されるBSモデルによる評価手続を記載する。 ①株主価値、分岐点、みなし清算事象発生までの期間、ボラティリティ、リスクフリー・レート等のパラメーターを見積もる。 ②見積もったオプション価値を優先権の内容の違いにより各種類株式に配分する。
適合する状況	将来の収益見通し（事業計画）に関するシナリオを予想することが困難である場合。
メリット	モデルの計算ロジックが定形化されているため第三者から理解されやすい。
デメリット	①単一のみなし清算事象のみを考慮している。 ②将来の収益見通し（事業計画）等を考慮していない。

(3) 確率加重期待収益法（PWERM）

将来のシナリオと各種類の株式の権利を考慮しながら、投資に対する将来のリターンを発生可能性でウェイト付けた現在価値に基づいて株式価値を算出する手法です。この手法は現在の株主価値の単一の見積りを単純に株主に配分するものではなく、将来を考慮するものであり、将来の経済事象やその結果を現在の価値決定に組み入れるものです。また、この評価法は、株主価値の算定と同時に株主価値の各株式への配分を同時に行うという特徴を有します。

評価手続	①IPO、合併又は売却、解散などのシナリオを経営者と協議し、企業のステージやマーケット環境の分析を通じて見積もる。 ②モンテカルロシミュレーション、マーケット・アプローチなどを用いて各シナリオにおける株主資本の将来価値を見積もる。 ③各シナリオについて、各種類株主の権利に基づき、その価値を最大化することを前提として、将来価値を各種類の株式に配分する。 ④各シナリオに対してその発生確率を基に期待将来キャッシュ・フローを算定する。 ⑤各種類株式に配分された現在価値を算定する。
適合する状況	みなし清算事象が発生するまでの期間が短く、将来の発生事象を比較的容易に予想できる場合。
メリット	将来シナリオを価値決定に組み入れているため、経営に関する説明力が高い。
デメリット	①将来のファイナンスを予測するため、みなし清算事象が近づかないと適用できない。 ②見積りの要素が大きく客観性が弱い。 ③評価にかかる工数が他の評価法よりかかる。

出典：スタートアップ企業の価値評価実務 日本公認会計士協会 経営研究調査会研究報告第70号

おわりに

実務ではオプション価格法（OPM）が多く採用されているようですが、価値評価にあたっては個々の事情に応じて、その特殊性を適切に把握し、判断しながら進める必要があると考えます。（担当：福井）