



コンバーティブル・エクイティの課税関係 ～SAFE型新株予約権を題材として～

執筆者：[弁護士 川添 文彬](#)

～要約～

本稿では、スタートアップの資金調達方法として最も望ましい方法の一つである有償新株予約権型のコンバーティブル・エクイティ（以下「CE型新株予約権」という。）の課税関係をより明確にし、また、望ましい税制改正のあり方を提示することで、日本のスタートアップがイノベーションを生み出す環境整備の一助となることを目的として、以下の事項を論じています。

第1に、CE型新株予約権は、その名のとおり、私法上、新株予約権の法形式を用いて発行されるものであるため、その資本性又は負債性の高低を問題にするまでもなく、租税法上も新株予約権として扱われると考えられます。そして、その課税関係は、CE型新株予約権が有利発行されたものかどうかに応じて、次頁のまとめ表のとおり整理されます。

第2に、次頁のまとめ表のとおり、CE型新株予約権の発行が有利発行であると判定される場合、投資家がExit前に課税を受けるという不都合な課税関係になります。したがって、CE型新株予約権の課税関係を検討するにあたっては、CE型新株予約権が有利発行に該当しないことが最も重要なポイントになります。

CE型新株予約権の有利発行該当性に関しては、CE型新株予約権に適用される有利発行該当性の判断基準を検討したうえで、評価額上限が純資産価額を超え、かつ、ディスカウントレートを20%とするCE型新株予約権（の1種であるSAFE型新株予約権¹）を題材として、具体的な設例の下で、当該CE型新株予約権の発行が有利発行に該当しない論拠を整理するとともに、いかなる場合であれば有利発行に該当しうるのかを検討します。また、①国税庁の公表する通達が有価証券の発行を受けるための払込金額が当該有価証券の価額よりも概ね10%以上低い額かどうかを有利発行の基準とすることと、②10%超に設定されたディスカウントレートとの関係についても検討を加え、上記②の設計のみをもって上記①の通達の基準に該当するとは考えられないことを論じます。

第3に、実務上定まっていないCE型新株予約権の相続税法上の評価方法につき、財産評価基本通達及びCE型新株予約権の基本的な構造を考慮して合理的な評価方法を検討します。

第4に、CE型新株予約権は、現行法上、エンジェル税制及びオープンイノベーション促進税制の実質的な適用対象にならないと考えられています。しかし、CE型新株予約権による資金調達が株式による資金調達とほぼ同様の機能を有していること等からすれば、今こそ、CE型新株予約権をエンジェル税制及びオープンイノベーション促進税制の実質的な適用対象に含めることが必要と考えられます。本稿ではエンジェル税制及びオープンイノベーション促進税制の現状及び関連する海外の税制を概観し、CE型新株予約権にエンジェル税制及びオープンイノベーション促進税制を実質的にも適用することが望ましいことの論拠を示したうえで、望ましい税制改正のあり方を提示することを試みます。

¹ SAFE型新株予約権の内容については、森本凡碩「[米国におけるスタートアップに対するコンバーティブルエクイティを用いた資金調達と日本での導入－SAFEについて－](#)」（M&Aニューズレター、2022年9月2日）を参照

1. 時価発行された CE 型新株予約権の課税関係の表

	スタートアップ	個人投資家	法人投資家
発行時	課税なし		
転換時			
金銭清算時	支払金額を損金算入の余地あり	受領金額が投資金額を上回る場合、譲渡所得	キャピタルゲインを益金算入
譲渡時	課税なし	譲渡所得	
配当時支払金	配当時支払金を損金算入	雑所得	全額益金算入
相続時	—	相続税課税あり 評価方法？	—

2. 有利発行された CE 型新株予約権の課税関係の表

	スタートアップ	個人投資家	法人投資家
発行時	上表と同じ	課税なし	課税あり
転換時		課税あり	課税なし
金銭清算時		受領金額が投資金額を上回る場合、 雑所得	上表と同じ
譲渡時		雑所得	
配当時支払金		上表と同じ	
相続時			

※上記 1 及び 2 の表の差異を赤字で表示し、差異がない箇所に灰色ハイライトをしています。
 ※上記表は本文記載の所得税、法人税及び相続税の課税関係を一覧性のある形で分かり易くまとめることを目的としています。詳細は本文の記載をご参照ください。

※①本稿は公表日時点の情報（法律、判例、通達、ガイドライン等）に基づき、情報提供目的で作成されたものであり、法的助言を構成するものではないこと、②本稿には筆者の意見が含まれており、国税当局が同じ見解を採用する保証はないこと、及び、③本稿は筆者の私見を述べるものであり、筆者の所属する法律事務所、株式会社その他の組織の見解を述べるものではないことにご留意ください。なお本稿に付された外部ウェブサイトのハイパーリンクは全て2023年1月31日を閲覧日とします。

～本文～

目次

- [第1 はじめに](#)
- [第2 CE型新株予約権の基本構造](#)
- [第3 CE型新株予約権は、資本又は負債のいずれか？](#)
- [第4 CE型新株予約権の課税関係](#)
 - [1 設例](#)
 - [2 CE型新株予約権の有利発行該当性](#)
 - [3 発行時の課税関係](#)
 - [4 株式転換時の課税関係](#)
 - [5 金銭清算時の課税関係](#)
 - [6 譲渡時の課税関係](#)
 - [7 配当時の課税関係](#)
 - [8 相続時の課税関係](#)
- [第5 CE型新株予約権に関する税制優遇措置の検討](#)
- [第6 おわりに](#)

第1 はじめに

経済産業省は、2020年12月28日に「[『コンバーティブル投資手段』活用ガイドライン](#)」（以下「**本ガイドライン**」という。）を策定・公表しました。本ガイドラインにより、CE型新株予約権はシード期のスタートアップの資金調達方法の現在の実務の到達点（最も望ましい方法）であることが示唆されました²。また、政府は、2022年を「スタートアップ創出元年」と位置付け、2022年11月28日にはスタートアップ育成5か年計画を策定・公表し³、スタートアップがイノベーションを生み出すことのできる環境整備を急速に推進しています。

もともと、CE型新株予約権の課税関係を論じた文献は本ガイドライン以外にほぼ見当たらず、また、本ガイドラインはCE型新株予約権の課税関係を明確にすることを主たる目的としないため⁴、CE型新株予約権の課税関係については要点又は論点の指摘に留まっています⁵。したがって、スタートアップの最も望ましい資金調達方法の1つと整理されたCE型新株予約権の課税関係には、不明瞭な点が多く残されています。

そこで、本稿では、CE型新株予約権の課税関係につき詳細かつ包括的な分析を行い、CE型新株予約権の課税関係をより明確にすることで、スタートアップのCE型新株予約権による資金調達の一助となることを試みます。また、スタートアップがイノベーションを生み出す環境整備の観点から、望ましいCE型新株予約権に関する税制改正のあり方についても検討します。

² 本ガイドライン 33 頁

³ [新しい資本主義実現会議第13回](#)・資料1

⁴ 本ガイドライン1 頁

⁵ CE の課税関係に言及する箇所として、本ガイドライン 53 頁、58 頁、62 頁、92 頁、95 頁

第2 CE型新株予約権の基本構造

コンバーティブル・エクイティとは、大要、将来の転換事由が生じた場合に投資家の出資分を株式に転換する権利であり、日本では、通常、新株予約権の形式が採用されます⁶。本稿では、新株予約権の形式で発行されるCE（CE型新株予約権）の課税関係を論じることとし、以下では、課税関係を論じる前提として、CE型新株予約権の基本構造を確認します。

1 CEの株式への転換の構造

日本の実務において発行されるCE型新株予約権は、通常、「新株予約権の割当日以降に資金調達を目的としてスタートアップが行う株式の発行」（以下「次回株式資金調達」といいます。）を転換事由⁷として、次回株式資金調達時に、発行される株式の種類に応じて普通株式又は種類株式に転換されます⁸。そして、CE型新株予約権は、その発行時に転換株式数が確定しておらず、転換事由発生時に所定の算定式に基づき転換株式数が決まるという特徴があります。また、転換株式数にかかわらず、スタートアップの資金調達はCE型新株予約権の発行時に全て完了し、CE型新株予約権の行使価額は1円とされることが通常です。

2 CEの転換株式数の算定式及び転換価額

CE型新株予約権は、次回株式資金調達が生じた場合に、以下の算定式で転換株式数を定めません。

$$\text{転換株式数} = \text{CE型新株予約権の発行価額（※投資金額）} / \text{転換価額}$$

転換価額は、CE型新株予約権の転換株式の実質的な発行価額であり、仮に転換価額が次回株式資金調達時の1株当たりの発行価額と同額の場合、CE投資家は次回株式資金調達時の投資家と実質的に同じ経済条件（1株当たりの発行価額）で株式の発行を受けることとなります。しかし、CE投資家が次回株式資金調達時の投資家と同じ経済条件で株式の発行を受けることになると、CE投資家が早期に投資をしたリスクに見合ったリターンが得られないため、転換価額を次回株式資金調達時の1株あたりの発行価額よりも低い金額とするために（つまり、CE投資家が次回株式資金調達時の投資家よりも有利な条件で投資できるように）、「評価額上限」及び「ディスカウントレート」という仕組みが用いられます。通常、CE型新株予約権の経済条件の最も重要部分は「評価額上限」及び「ディスカウントレート」により決まります。

⁶ 法的には、種類株式の形式でもCEを発行することは可能ですが、種類株式によるCEはスタートアップの事務手続及び登録免許税の負担が重いので、通常、新株予約権の形式が採用されます（本ガイドライン33頁参照）。

⁷ 会社法上の整理としては、次回株式資金調達の発生が新株予約権の行使条件とされ、また、次回株式資金調達の決定が株式を対価とする新株予約権の取得条項の取得事由とされることで、次回株式資金調達時に確実に株式に転換されるように設計されることが通常です。

⁸ CE型新株予約権を用いたクラウドファンディングを取り扱う株式会社FUNDINNOのコーポレートサイトの説明によれば、クラウドファンディングに用いられるFUNDINNO型新株予約権（CE型新株予約権の1種）は、次回株式資金調達に転換株式数が確定し、IPO時に転換がされる設計であるとされています。これは多数の投資家が参画するクラウドファンディングの特殊性を考慮した設計であると考えられます。

3 評価額上限

評価額上限とは、次回株式資金調達時のスタートアップ株式全体の評価額が評価額上限を超えたときは、あたかも評価額上限が当該評価額であるかのように転換価額を計算して、次回株式資金調達時の1株あたりの発行価額よりも低い金額を転換価額とする仕組みです⁹。

評価額上限が適用される場合、転換価額は以下の算定式で算出されます。

$$\text{転換価額} = \text{評価額上限} / \text{完全希釈化後株式総数}^{10}$$

評価額上限は、転換価額を計算する際のスタートアップ株式全体の評価額の上限值であり、投資家の取得持分割合の最低割合を定める機能を有しています。例えば、投資家が2000万円を投資してスタートアップの株式の完全希釈化株式総数の最低4%の持分を取得したいと考える場合、2000万円/4%=5億円を評価額上限として定めることで、投資家はこの目的を達成することができます。

なお、上記の例で次回株式資金調達時のスタートアップの株式の評価額が5億円未満の場合、CE投資家はその評価額に応じて同株式の4%超の持分を取得することになります。経済的には、CE投資家は、5億円の評価額で株式に2000万円を投資する場合に比べて、同様のアップサイドのリターンが得られる一方で、ダウンサイドのリスク（例えば次回株式資金調達で投資時の見込みと異なり3億円が評価額とされた場合等）を大幅に限定することができます。

4 ディスカウントレート

ディスカウントレートとは、次回株式資金調達時の1株あたりの発行価額よりもディスカウントされた低い金額を転換価額とする仕組みです。

ディスカウントレートが適用される場合、転換価額は以下の算定式で算出されます¹¹。

$$\text{転換価額} = \text{次回株式資金調達時の1株あたりの発行価額} \times (1 - \text{ディスカウントレート})$$

ディスカウントレートは、次回株式資金調達時までの期間の運用益として、投資家の一定のリターンを確保する機能を有しています。例えば、ディスカウントレートを20%と定めた場合、次回株式資金調達が2年後になされた時、投資家は投資後2年間の運用益として20%のディス

⁹ なお、次回株式資金調達時の評価額が評価額上限を超えない場合、転換価額は次回株式資金調達時の1株当たりの発行価額と同額になります。

¹⁰ CE型新株予約権には、大きく、CE型新株予約権自体を完全希釈化後株式総数に含める「ポストマネー型」と、これを含めない「プレマネー型」があります。本稿では「ポストマネー型」のCE型新株予約権を想定します。

¹¹ 例えば、ディスカウントレートを20%と定めた場合、CE投資家は、次のシリーズにおける投資家よりも20%低い発行価額で株式を引き受けられるように転換株式数を計算します。

カウント分の利益を得ることができます¹²。

5 評価額上限及びディスカウントレートの両方が定められる場合

評価額上限及びディスカウントレートは、そのいずれかのみを定めることもできますが、その両方が定められる場合、それぞれの条件に沿った転換価額を算出したうえで、いずれか低い方の転換価額（つまり投資家に有利な方）が採用されることが通常であり、本稿でもその仕組みが採用されることを前提とします。

¹² 投資リターンは、投資元本／(1-ディスカウント率)で算出され、ディスカウント率を20%と定めた場合、投資家は投資元本の25%のリターンを得られることになると考えられます。もっとも、投資家は次回資金調達後にすぐに株式を売却できるとは限らないため、ここでの利益又はリターンは含み益にすぎず、また、次回株式資金調達時の評価額との関係での相対的なものにすぎないことには留意が必要です。

第3 CE型新株予約権は、資本又は負債のいずれか？

米国では、CEが資本 (equity) 又は負債 (debt) のいずれかという議論があり、いずれの性質を有するかでCEの課税関係が異なるようです¹³。本ガイドラインにおいては、(CE型新株予約権の1種である)「J-KISS¹⁴を雛形から大きく変更する等して、負債性の高い設計とした場合に、転換時等に異なる課税関係となる可能性がある」、「償還期限があると認められる場合、リターンがキャッシュである蓋然性が高い場合等には負債性が高まると考える」等の指摘がなされています¹⁵。もっとも、本ガイドラインでは、「負債性の高い設計」かどうかの判断基準、「負債性の高い設計」とされた場合の具体的な課税関係、及び、これらの理由・論拠については詳細に言及されておらず、実務的な指針とするには不十分であると思われる。

そもそも日本法の下においては、資本と負債の区分は相対化しており、「資本」又は「負債」である事実自体は意味を失いつつあると評価されています¹⁶。また、租税法上は、「負債性の高い設計」かどうかにかかわらず、包括的否認規定¹⁷が適用されない限り、当事者が選択した新株予約権という私法上の法形式を否認することはできない¹⁸と考えられますので、CE型新株予約権はあくまで新株予約権としての課税上の取り扱いに従うこととなります。要するに、日本法の下においては、CE型新株予約権が資本又は負債のいずれなのかは直接問題にはならないと考えます。

本ガイドラインのいう「負債性の高い設計」のCE型新株予約権については、「負債性が高い」かどうかを問題にするのではなく、端的に、当該新株予約権の発行が有利発行になるかどうか、又は、租税回避的な行為を含むのであれば包括的否認規定の要件を満たすかどうかを問題にすれば足りると考えられます。

本稿では、以上の考え方に基づき、CE型新株予約権が資本又は負債のいずれかという問題にこれ以上立ち入ることなく、CE型新株予約権を新株予約権と扱って課税関係を整理します。

¹³ Lesley P. Adamo “[Tax Treatment of SAFEs](#)” (Client Alert. July 12, 2018)

¹⁴ J-KISS とは、[Coral Capital のコーポレートサイト](#)で公表される CE 型新株予約権の雛形です。

¹⁵ 本ガイドライン 53 頁

¹⁶ 太田洋等編『新株予約権ハンドブック第5版』（商事法務、2022年）439～440頁

¹⁷ 所得税法 157 条 1 項、法人税法 132 条 1 項等

¹⁸ 金子宏『租税法第24版』（弘文堂、2021年）129頁等

第4 CE型新株予約権の課税関係

1 設例

上記第2のCE型新株予約権の基本構造を前提として、本稿では以下の設例を念頭において、CE型新株予約権（以下「本CE型新株予約権」）による資金調達取引につき、スタートアップ及び投資家（個人、法人、ベンチャーキャピタル）の課税関係を検討します。なお、本稿においては、「SAFE型新株予約権¹⁹」とは以下の設例の設計のCE型新株予約権を指し、「CE型新株予約権」とはSAFE型新株予約権に限らないCE型新株予約権を指すことにします。

【設例】

創業間もない株式会社スタートアップ社（以下「スタートアップ社」という。）は、自己資金500万円を元手に、日本において前例のない革新的なビジネスに挑戦するスタートアップであり、2名の創業者らがその発行済株式総数500万株全てを設立当初から保有している。なお、スタートアップ社の現在の時価純資産価額は500万円とする。

スタートアップ社は、自社のプロダクトを完成させ一定数のユーザーが増えてきたところで、迅速に資金を調達し、ビジネスを急速に成長させるため、日本居住者である個人投資家3名（エンジェル投資家1名、スタートアップ社の幹部従業員1名、創業者の親1名）、事業会社である内国法人1社及びベンチャーキャピタル1社（日本居住者である個人及び内国法人を組合員とする投資事業有限責任組合）（以下これらの者を総称して「CE投資家」という。）から、CE型新株予約権の1種であるSAFE型新株予約権を発行して総額1億円の資金調達を行うことにした。スタートアップ社及びCE投資家が合意したSAFE型新株予約権に関する契約条件の概要は以下のとおりである。

<契約条件概要>

- (1) 評価額上限5億円及びディスカウントレート20%
- (2) 投資家の優先引受権、最恵国待遇又は買戻請求権の定めなし
- (3) SAFE型新株予約権の転換事由として、資金調達目的の株式発行（以下「次回株式資金調達」という。）、支配権移転を伴うM&A、株式上場（以下「支配権移転取引等」）を規定
- (4) SAFE型新株予約権の金銭対価の取得条項（清算事由）として、支配権移転取引等、解散（法的倒産手続を含まない）を規定
- (5) スタートアップ社は株式への配当時にSAFE型新株予約権者に対しても配当支払金²⁰を支払う投資契約上の義務を負う
- (6) SAFE型新株予約権に譲渡制限あり（譲渡に機関承認が必要）
- (7) SAFE型新株予約権の相続及び相続人による行使は可能

¹⁹ 前掲注1・森本。なお、SAFEとは、Simple Agreement for Future Equityの略語であり、米国シリコンバレーのVCであるY Combinator Management, LLC.がその[コーポレートサイト](#)において公表する、米国で最も用いられているCEの雛形です（本ガイドライン29～30頁）。

²⁰ 配当支払金の額は、評価額上限を適用して計算した場合に保有することになる転換株式数に、1株当たり配当金額を乗じた金額とします。

2 CE型新株予約権の有利発行該当性

CE型新株予約権の課税関係は、大要、CE型新株予約権が有利発行されたものでなければ投資家のExit前に課税がなされることはなく、CE型新株予約権が有利発行されたものであれば投資家のExit前に投資家に課税がなされることとなります。そのため本稿では、先にCE型新株予約権の有利発行該当性を論じたうえで、各場面の関係当事者の課税関係を論じることとします。

(1) CE型新株予約権の有利発行該当性の判断基準

ア 会社法の一般的な解釈、判例及び裁判例から導き出される判断基準

会社法上、新株予約権の発行が「(募集新株予約権の) 払込金額が(引受人にとって) 特に有利な金額であるとき」は、取締役は株主総会において、その金額で新株予約権を募集する理由を説明することが必要です²¹。この「特に有利な」払込金額での新株予約権の発行(以下「有利発行」という。)とは、発行会社が発行時点におけるその新株予約権の公正価値を著しく下回る対価で新株予約権を発行することと解されています²²。

また、アートネチャー事件最高裁判決が、配当還元法による非上場株式の評価額に基づく株式発行につき、「非上場会社が株主以外の者に新株を発行するに際し、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額が決定されていたといえる場合には、その発行価額は、特別の事情のない限り、『特ニ有利ナル発行価額』には当たらないと解するのが相当である」として有利発行に該当しないと判示したこと²³を踏まえて、裁判例では、新株予約権の有利発行該当性に関して、「新株予約権や新株予約権社債の発行当時、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって払込金額や発行条件が決定されていたといえる場合には、その払込金額や発行条件は、特段の事情のない限り、会社法238条3項1号、2号所定の有利発行には当たらないと解するのが相当である。」との判断がなされています²⁴。

以上は、会社法の一般的な解釈、判例及び裁判例から導き出される会社法上の新株予約権の有利発行該当性に関する判断基準です。そして、租税法上の(CE型)新株予約権の有利発行該当性²⁵を判断基準については、租税法令において、会社法の有利発行の規定と同じ又は類似の

²¹ 会社法 238 条 3 項 1 号 2 号

²² 江頭憲治郎『株式会社法第 8 版』(有斐閣、2021 年) 818 頁、東京地判平成 18 年 6 月 30 日金融・商事判例 1247 号 6 頁、札幌地判平成 18 年 12 月 13 日金融・商事判例 1259 号 14 頁、森・濱田松本法律事務所キャピタル・マーケット・プラクティスグループ編著『エクイティ・ファイナンスの理論と実務 [第 3 版]』(商事法務、2022 年) 123~125 頁

²³ 最判平成 27 年 2 月 19 日民集 69 卷 1 号 51 頁(以下「アートネチャー事件最高裁判決」)。なお、本判決の事案で用いられた配当還元法は一般的に合理的な算定方法とは言い難く、当該事案で実際配当還元法が用いられたのは、発行会社が継続企業的前提に疑義があり、かつ、資産を時価評価すると債務超過になるといった特殊性があったからである旨の指摘があります(田中亘『会社法[第 3 版]』(東京大学出版会、2021) 96~97 頁)。

²⁴ 名古屋地判令和 2 年 12 月 24 日金判 1259 号 14 頁。なお、同判決のいう「客観的資料」に何が含まれるかは必ずしも明確ではないですが、同判決では、新株予約権の価値評価報告書の内容を精査したうえで一応の客観的合理性があるとされており、アートネチャー事件最高裁判決では、決算書等を踏まえた株価算定が客観的資料に基づく旨の判断がなされています。

²⁵ 「新株予約権を引き受けるものに特に有利な条件若しくは金額であることとされるもの」(所得税法施行令 84 条 3 項 2 号)、「その有価証券の取得のために通常要する価額に比して有利な金額である場合」(法人税法施行令

文言（「特に有利な」、「有利な」等）が用いられており²⁶、会社法上の新株予約権の発行規定を意識した定めがなされていること²⁷等からすれば、会社法の有利発行該当性と異なる判断基準を用いる特段の合理的な理由は見当たらないため、上記の会社法の判断基準に依拠して検討することが合理的であると考えられます²⁸。

これらの判断基準によれば、CE型新株予約権は、①その公正価値が払込金額を著しく下回らない場合²⁹、又は、②客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって払込金額や発行条件が決定されていたといえる場合（以下、「一応の客観的合理性がある場合」といいます。）には、特段の事情のない限り、有利発行に該当しないと考えられます。また、CE型新株予約権の公正価値評価の前提となる非上場株式の価額についても、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって評価する限り、特段の事情のない限り、有利発行該当性の判断との関係では公正な価額と扱って差し支えないと考えます^{30,31}。

イ 上記①の判断基準について

スタートアップ及び投資家がCE型新株予約権を用いる大きなメリットは、正確なバリュエーション不要で迅速に資金調達／投資ができる点にあり、スタートアップが独立の評価機関に価格算定を依頼し、CE型新株予約権の公正価値を算定したうえで上記①の判断基準に依拠することは必ずしも現実的ではないと考えられます。

ウ 上記②の判断基準について

（ア） 評価額上限とディスカウントレートの関係

CE型新株予約権に評価額上限及びディスカウントレートの双方が設定される場合には、前述のとおり、CE型新株予約権は、通常、投資家に有利な一方の条件のみが適用される設計であるため、各条件につき、それぞれ一応の客観的合理性がある場合と評価できるのであれば、特段の事情のない限り、CE型新株予約権全体としても、一応の客観的合理性がある場合に該当すると扱って差し支えないと考えます。以下では、その前提で、CE型新株予約権の各条件設定につき、一応の客観的合理性があるかどうかの基準を検討します。

119条1項4号)等の該当性

²⁶ 所得税法施行令84条3項2号、法人税法施行令119条1項4号等

²⁷ 所得税法施行令84条3項2号は「会社法第二百三十八条第二項の決議…に基づき発行された新株予約権（当該新株予約権を引き受ける者に特に有利な条件若しくは金額であることとされるもの）」についての価額を定めています。

²⁸ アートネイチャー事件最高裁判決の示した基準が今後法人税法上の有利発行該当性に適用されるか注目されると指摘する文献として、山口勇輝「[株式の有利発行に伴う課税の研究—受贈益課税と希薄化損失の取扱い—](#)」税務大学校論叢第97号224頁

²⁹ 概ね10%以上下回るかどうかが目安になると解されます（法人税基本通達2-3-7、所得税基本通達23-35共-7参照）。

³⁰ アートネイチャー事件最高裁判決参照。但し、通達（所得税基本通達23～35共-9等）に定められた非上場株式の評価方法を無視した評価方法を用いる場合、一応の客観的合理性がないとして国税当局から否認される可能性があるように思われます。

³¹ 一応合理的かどうかは個別事案に応じた判断にならざるを得ませんが、東京高判平成22年12月15日税務訴訟資料260号11571順号（いわゆる大手商社タイ子会社有利発行事件）が、株式発行の法人税法上の有利発行該当性につき、通達等を参照したうえで、『有利な発行価額』に該当するか否かは、基本的には経済的利益に着目して判断されるべきものでありその最大の要素が1株当たりの純資産価額である」として、純資産価額を重視して有利発行該当性を判断したことは参考になると思われます。

(イ) 評価額上限

仮に、CE型新株予約権につき評価額上限が無い場合、投資家は、次回株式資金調達時の投資家と同じ発行価額（通常、有利発行ではないことが想定される発行価額）で株式の発行を受けるため、当該CE型新株予約権の発行が有利発行ではないとの結論に異論はないのではないかと考えられます（なおディスカウントレートは下記（ウ）で別途検討しますので、一旦無視してください）。CE型新株予約権が有利発行になるのは、評価額上限が低すぎる場合であり、これは、評価額上限が低ければ低いほど、CE型新株予約権をオプションと考えた場合の転換株式数の期待値が高まり、ひいてはCE型新株予約権の公正価値が（払込金額以上に）高くなりうると考えられるからです。したがって、評価額上限の水準を原因として、CE型新株予約権が有利発行になるかどうかを判断するためには、評価額上限が低すぎるかどうかが問題になります。

この点に関して、評価額上限は、本来、投資家の取得持分割合の最低割合を定める機能を有するものにすぎませんが、評価額上限が低すぎる場合には、次回資金調達時の株式全体の評価額が評価額上限を超えて評価額上限が適用される可能性が高いため、CE型新株予約権の発行は、実質的・経済的に、評価額上限³²の値を株式全体の評価額とする株式の発行と概ね同視しうると考えられます。そうだとすると、評価額上限が低すぎるかどうかの判定にあたっては、評価額上限がCE型新株予約権発行時点におけるスタートアップ株式全体の評価額³³に比して著しく低いかどうかを基準とし、評価額上限の方が高い場合にはCE型新株予約権の発行を有利発行と評価しないことに一応の客観的合理性があると考えられ、他方で、評価額上限の方が著しく低い場合には実質的・経済的には株式の有利発行と同視できますので、CE型新株予約権の発行としても有利発行と評価されうると考えられます³⁴。

(ウ) ディスカウントレート

ディスカウントレートは、次回株式資金調達時までの期間の運用益として、投資家の一定のリターンを確保する機能を有しており、次回株式資金調達の株式の評価額からのディスカウントを行うものです。基本的な考え方としては、ディスカウントレートが、ハイリスクなスタートアップ投資を行うにあたり、次回株式資金調達時までの期間の通常期待される運用益の水準に見合ったものであるのであれば、ディスカウントレートの水準を理由に有利発行と評価される合理的な理由は見当たらないと考えます。そして、独立当事者間取引で見られるディスカウ

³² ポストマネー型のCE型新株予約権である場合、より正確には、評価額上限から当該CE型新株予約権の発行価額を控除した金額。以下、単純化の観点から同様の説明は省略します。

³³ このスタートアップ株式の評価額は、所得税法又は法人税法上の有利発行該当性の判断の基準となるものですので、所得税法又は法人税法上のスタートアップ株式の評価額を想定しています。

³⁴ 本文の考え方とは別の考え方として、ブラックショールズモデル等の一般的なオプション評価モデルを用いる場合、通常、行使価額を1円とするオプションの公正価値は原資産価額と極めて近似した数値になることからすれば、行使価額を1円とするCE型新株予約権の公正価値は、評価額上限が低すぎる場合（つまり評価額上限が適用される可能性が高い場合）、評価額上限を適用して算出される数の転換株式の価額（発行時）と概ね等しくなるように思われます。このことを考慮し、払込価額と評価額上限を適用して算出される数の転換株式の価額（CE型新株予約権の公正価値と同視されるもの）を比較することによって有利発行該当性を判断することにも一定の合理性があるように思われます。この考え方は、CE型新株予約権の公正価値に基づく理由付けを試みるものですが、結論としては本文記載の判定基準と概ね同じ事であり、また、本文記載の判定方法の方が依拠する基準として分かりやすいと思われます。

ントレートの範囲内でディスカウントレートが定められる場合には、通常期待される運用益の水準に見合ったものであると考えて、一応の客観的合理性がある場合と評価しても差し支えないと考えます。

エ 本ガイドラインのCE型新株予約権の有利発行該当性に関する指摘

本ガイドラインにおいては、CE型新株予約権の有利発行該当性の判断にあたり概ね以下の点が指摘されています³⁵。

- (a) 複数の第三者である投資家が一定の条件で引き受けるものであること、ディスカウントレートが早期に投資するリスクに見合う水準であること等により時価発行であると解釈される余地があること
- (b) ディスカウントレートがJ-KISSの様に公開された雛形の水準であれば、過剰なディスカウントではないと解釈される余地があること³⁶

本ガイドラインの記載から必ずしも明らかではないものの、これらの指摘の背景には通達³⁷が、払込金額が（その時点の）有価証券の価額よりも概ね10%以上低額かどうかを有利発行の基準としていることとの関係で、ディスカウントレートを10%超（例えば20%）とした場合に常に有利発行と扱われるのではないかという問題意識があるように思われます。

しかし、ディスカウントレートは、投資家の次回株式資金調達時までの期間の運用益を確保する機能を有するものであり、CE型新株予約権の発行時点において、当該CE型新株予約権の価額や転換の目的となる株式の価額をディスカウントするものではありません。したがって、上記通達の基準に、ディスカウントレートの数字を当てはめて判断することは失当であり、ディスカウントレートを10%超（例えば20%）としたことのみを根拠に、CE型新株予約権を有利発行と判断することは誤りであると考えます。その意味で上記(a)及び(b)の指摘は正当であると考えられますが、上記通達の適用の否定を超えてCE型新株予約権の有利発行該当性につき何らかの判断基準を示すものではないように思われることには留意が必要です。

本稿の考え方からすれば、本ガイドラインの指摘する上記(a)及び(b)の事情は、上記アにいう一応の客観的合理性があるかどうかの判定に当たって考慮要素になりうる事情と整理するに留めることが穏当であるように思われます。

なお、本ガイドラインにおいては、「会社法上有利発行としての手続により発行される場合には、税務上も有利発行として取り扱うべきであることに留意が必要であること」が指摘されています³⁸。しかし、会社法上有利発行に該当する場合に租税法上有利発行に該当すると考えることが合理的であるとしても、会社法上有利発行の「手続」をとったことのみをもって、租税法上有利発行に該当するという考え方は必ずしも一般的な解釈ではないように思われます³⁹。

³⁵ 本ガイドライン 69 頁

³⁶ 厳密には、公開された雛形の水準かどうかではなく、他の独立当事者間取引で見られる水準かどうかを問題とすべきであり、契約書雛形において数字が公表されていること自体に大きな意味はないように思われます。

³⁷ 法人税基本通達 2-3-7、所得税基本通達 23-35 共-7

³⁸ 本ガイドライン 69 頁

³⁹ 会社法上有利発行の「手続」をとったことのみをもって、租税法上有利発行に該当することはない旨の解釈を示す文献として、高橋正朗編著『法人税基本通達逐条解説』（十訂版）318 頁、大石篤史等「有償で付与される譲

オ その他の問題

CE型新株予約権では、次回株式資金調達時以外にも、支配権移転取引等又は解散の場合に清算が想定されており、理論的には、これらの清算方法の定めもCE型新株予約権の公正価値に影響を与えうると考えられます。もっとも、CE型新株予約権による資金調達時に、支配権移転取引等又は解散による清算が主として想定される場面ではなく、かつ、その清算方法が合理的な範囲を超えて投資家に有利なものでないのであれば、これらの場面での清算方法の定めがCE型新株予約権の公正価値についてはCE型新株予約権の有利発行該当性の判断に大きな影響を与える可能性は低いように思われます。

また、CE型新株予約権の投資契約において定められることのある投資家の優先引受権、最恵国待遇又は買戻請求権等の有無は、新株予約権の内容を構成しないため、通常、CE型新株予約権の有利発行該当性の判断に影響しないと考えられます。

(2) あてはめ

ア 上記(1)ア①の判断基準のあてはめ

【設例】において、スタートアップ社は、迅速な資金調達を目的としてSAFE型新株予約権を発行しており、SAFE型新株予約権の公正価値算定を行っていません。そのため、スタートアップ社にとって、SAFE型新株予約権の公正価値は不明であり、払込価額(1億円)が当該公正価値よりも著しく低いものかどうかを判断することができません。

イ 上記(1)ア②の判断基準のあてはめ

財務諸表等の客観的資料に基づくスタートアップ社株式の価額(時価純資産価額)が500万円であるのに対して、SAFE型新株予約権の評価額上限は5億円に設定されています。スタートアップ社は、自社の財務情報を把握していると評価するのが自然であり、当該財務情報を踏まえてスタートアップ株式の価額を時価純資産価額である500万円と評価したうえで⁴⁰、これよりも評価額上限を高く設定したとすれば、評価額上限が低すぎるとは評価できず、評価額上限の設定につき一応の客観的合理性がある場合と評価して差し支えないと考えられます。

次に、SAFE型新株予約権のディスカウントレートは20%とされています。①米国SAFEの実務においては、ディスカウントレートが設定されるときには、概ね10~25%程度が相場である旨の指摘があること⁴¹、②登記情報等から確認できる日本のCE型新株予約権の先例においてディスカウントレートを20%と設定する例が多く見られること、及び、③ハイリスクなスタートアップ投資の次回株式資金調達時までの期待リターンとして20%が一般的に高すぎる水準とまでは評価できないように思われること⁴²等の文献上の根拠からすれば、スタートアップ社がSAFE型新株予

渡予約権およびストック・オプションの法務・税務上の留意点」(商事法務 2288号 30頁以下)注27等

⁴⁰ 所得税基本通達 23~35 共-9(4)ニ、法人税基本通達 4-1-5(4)参照

⁴¹ 前掲注1・森本4頁、注13

⁴² 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会の公表する[国内 VC パフォーマンスベンチマーク第4回調査\(2021年版\)](#)では、スタートアップ投資を行うVCのネットIRRの中央値は概ね10~20%程度の水準で推移している旨の調査結果が示されています。

約権のディスカウントレートを20%に設定したことには一応の客観的合理性がある場合と評価して差し支えないと考えられます。

以上より、【設例】のSAFE型新株予約権は、有利発行に該当しないと考えられます。

ウ 有利発行に該当しうる場合

【設例】において、仮に、創業者が自己の資産管理会社に対してスタートアップ社の株式持分を移転する目的で、同資産管理会社に対して評価額上限250万円でCE型新株予約権を発行する場合、評価額上限250万円を純資産価額よりも著しく低い金額とするものであり、経済的にはスタートアップ社の1株あたり純資産価額の約50%の発行価額で当該資産管理会社にスタートアップ社株式を発行することに近い意義を有していますので、通常、評価額上限の設定につき一応の客観的合理性はないと判断されると考えられます。また、仮にスタートアップ社株式の価額（純資産価額）に基づきCE型新株予約権の公正価値を算定したとしても、当該公正価値に比して著しく低い払込金額でCE型新株予約権を発行するとの結論になるように思われます。したがって、この場合には、有利発行に該当する可能性が高いように思われます。

3 発行時の課税関係

スタートアップ社が、CE型新株予約権を発行してCE投資家らから資金調達を行った場合、当該資金調達時の各関係当事者の課税関係は以下のとおりと考えられます。

(1) スタートアップ社の課税関係

新株予約権の発行に伴う払込金額は、会計上、純資産の部に計上することとされており、発行会社の収益として認識されることはありません⁴³。そして、新株予約権は、法人税法上、負債として扱われるものであり⁴⁴、CE型新株予約権が有利発行されたかどうかにかかわらず、新株予約権の発行時に払い込まれた金額が益金に算入されて課税されることはありません⁴⁵。

CE型新株予約権を発行した際には、新株予約権の発行の登記が必要であり、登録免許税9万円がかかります⁴⁶。

(2) 個人投資家の課税関係

個人投資家は、新株予約権を時価で引き受けた場合には、払込金額及び付随費用が新株予約権の取得価額になり⁴⁷、その取得時に所得税課税がなされることはありません。また、個人投資家は、CE型新株予約権の有利発行を受けた場合であっても、【設例】のようにCE型新株予約権に譲渡制限が付されている限り、その取得時に所得税を課税されないと考えられます⁴⁸。

(3) 法人投資家の課税関係

法人投資家は、新株予約権を時価で引き受けた場合には、払込金額及び付随費用が新株予約権の取得価額になり⁴⁹、その取得時に所得税課税がなされることはありません。もっとも、法人投資家は、CE型新株予約権の有利発行を受けた場合、CE型新株予約権の時価が取得価額になり⁵⁰、CE型新株予約権の時価と払込金額の差額は受贈益として益金に算入され⁵¹、法人税課税がなされます。

(4) ベンチャーキャピタルの課税関係

通達上、投資事業有限責任組合から生じる損益は、各組合員に直接帰属するものと扱われています（パススルー課税）⁵²。そのため、ベンチャーキャピタルに対する課税は生じず、各組合員の属性に応じて課税がなされることとなります。【設例】のベンチャーキャピタルは、日本居住者である個人及び内国法人を組合員とする投資事業有限責任組合であり、各組合員の課税関係は、上記(2)及び(3)の課税関係のとおりとなります。そのため、以下ではベンチャーキャピタルの課税関係の記載は省略いたします。

⁴³ 企業会計基準委員会「企業会計基準適用指針第 17 号 払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」4 項

⁴⁴ 法人税法施行令 8 条 1 項 15 号イ参照

⁴⁵ 法人税法 54 条の 2 第 5 項

⁴⁶ 登録免許税法 9 条・別表第 1 第 24 号(1)ヌ

⁴⁷ 所得税法施行令 109 条 1 項 1 号

⁴⁸ 所得税法 36 条 1 項 2 項、所得税法施行令 84 条 3 項、所得税基本通達 23～35 共-6 の 2

⁴⁹ 法人税法 61 条 1 項 2 号・同条 24 項・法人税法施行令 119 条 1 項 2 号

⁵⁰ 法人税法施行令 119 条 1 項 4 号

⁵¹ 法人税法 22 条 2 項

⁵² 所得税基本通達 36・37 共-19、法人税基本通達 14-1-1

4 株式転換時の課税関係

スタートアップ社に、次回株式資金調達（転換事由）が発生し、CE型新株予約権が株式に転換される場合の各関係当事者の課税関係は以下のとおりと考えられます。

(1) スタートアップ社の課税関係

転換事由が発生し、CE型新株予約権が行使された場合又はスタートアップ社が株式対価の取得条項によりCE型新株予約権を取得した場合、スタートアップ社は投資家に株式を交付（発行）することになります。この場合、スタートアップ社はCE型新株予約権の帳簿価額（1億円）及び払込金額（新株予約権1個当たり1円）を資本金等の額として計上することになります⁵³。従ってこの取引は資本等取引に該当し、スタートアップ社の損益を発生させず⁵⁴、課税は発生しません。

CE型新株予約権の転換時に、資本金の増加額の0.7%（3万円未満の時は3万円）の登録免許税がかかります⁵⁵。なお、CE型新株予約権が有利発行されたものであり、かつ、行使により転換された場合には、当該行使のあった日の属する年の翌年1月31日までに所轄税務署長に「新株予約権の行使に関する調書」の提出が必要です⁵⁶。

(2) 個人投資家の課税関係

個人投資家は、CE型新株予約権を時価で引き受けた場合には、その行使時に所得税課税がなされることはないと考えられています⁵⁷。

他方で、個人投資家は、CE型新株予約権の有利発行を受けた場合、その行使時に、取得する株式の価額から新株予約権の取得価額と払込価額を差し引いた金額につき所得が発生し課税されると考えられます⁵⁸。なお、この個人投資家の所得の所得分類は基本的に雑所得になると考えられます⁵⁹。

(3) 法人投資家の課税関係

法人投資家は、CE型新株予約権を行使して株式の発行を受けた場合、CE型新株予約権が有利発行かどうかにかかわらず、その行使時に法人税課税がなされないと解されています⁶⁰。

⁵³ 法人税法 2 条 16 号・法人税法施行令 8 条 1 項 2 号及び 3 号

⁵⁴ 法人税法 22 条 2 項、3 項、5 項

⁵⁵ 登録免許税法 9 条・別表第 1 第 24 号(1)ニ

⁵⁶ 所得税法 228 条の 2・同法施行令 354 条 1 項

⁵⁷ 所得税法施行令 109 条 1 項 1 号参照。株式対価の取得条項による取得の場合にも所得税課税はなされないと考えられます（所得税法 57 条の 4 第 3 項 5 号）。

⁵⁸ 所得税法 36 条 2 項、所得税法施行令 84 条 3 項 2 号。株式対価の取得条項による取得の場合には、所得税法 57 条の 4 第 3 項 5 号・所得税法施行令 67 条の 7 第 3 項 1 号

⁵⁹ 所得税基本通達 35-1(7)。株式対価の取得条項による取得の場合には所得税法 41 条の 2

⁶⁰ 法人税法 61 条の 2 第 1 項 2 号・同条 24 項・法人税法施行令 119 条 1 項 2 号参照。株式対価の取得条項による取得の場合は、法人税法 61 条の 2 第 14 項 5 号、法人税法施行令 119 条 1 項 22 号参照

5 金銭清算時の課税関係

スタートアップ社に、支配権移転取引等又は解散が発生し、金銭対価の取得条項に基づき、スタートアップ社がCE投資家からCE型新株予約権を取得し（又は譲渡を受け）、CE投資家に金銭が支払われる場合の各関係当事者の課税関係は以下のとおりと考えられます。

(1) スタートアップ社の課税関係

スタートアップ社は、CE型新株予約権（自己新株予約権）を取得し、その後消却するため、取得金額（取得対価の額）と同額の消却損を計上することになると考えられます⁶¹。他方で、スタートアップ社は、CE型新株予約権がスタートアップ社の負債として計上されているため、消却により負債が消滅したことで、CE型新株予約権の帳簿価額（資金調達額）相当額の戻入益を計上することになると考えられます⁶²。

【設例】では、スタートアップ社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額と同額の金銭対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、上記の消却損と戻入益が同額で相殺されることで、同社の所得金額は変動しないと考えられます。他方で、同社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額よりも高い取得対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、同社に生じる消却損が戻入益を上回り、同社の所得金額を減少させると考えられます⁶³。

なお、CE型新株予約権の消却の登記に、3万円の登録免許税がかかります⁶⁴。

(2) 個人投資家の課税関係

スタートアップ社が個人投資家から金銭対価の取得条項に基づきCE型新株予約権を取得する場合、個人投資家は、①CE型新株予約権が時価発行されたものであれば、CE型新株予約権の売却価格と取得価額の差額につき、有価証券の譲渡益として課税を受けることになり⁶⁵、②CE型新株予約権が有利発行されたものであれば、CE型新株予約権の売却価格と取得価額の差額につき、雑所得として課税を受けることになると考えられます⁶⁶。

【設例】では、スタートアップ社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額と同額の金銭対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、投資金額と同額の金銭が支払われることとなるため、個人投資家に所得は発生しないと考えられます。他方で、同社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額よりも多額の金銭対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、個人投資家の売却価格が取得価額を上回るため、SAFE型新株予約権が有利発行されているかどうかにより、個人投資家に上記の所得区分に従った所得が発生すると考えられます。

(3) 法人投資家の課税関係

スタートアップ社が法人投資家から金銭対価の取得条項に基づきCE型新株予約権を取得する場合、法人投資家は、CE型新株予約権の売却価格（時価）と取得価額の差額につき、所得金額

⁶¹ 松尾拓也等『インセンティブ報酬の法務・税務・会計』（中央経済社、2017年）226頁参照

⁶² 同上、中野百々造『会社法務と税務（全訂五版）』（税務研究会出版局、2012年）974頁

⁶³ 法人税法22条

⁶⁴ 登録免許税法9条・別表第1第24号(1)ツ

⁶⁵ 租税特別措置法37条の10第1項・2項1号

⁶⁶ 所得税法41条の2

が増加して法人税課税を受けると考えられます⁶⁷。自己新株予約権の取得のため、みなし配当の規定の適用はありません⁶⁸。

【設例】では、スタートアップ社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額と同額の金銭対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、投資金額と同額の金銭が支払われることになるため、法人投資家に所得は発生しないと考えられます。他方で、同社が、金銭対価の取得条項に基づき、発行価額より高い取得対価でSAFE型新株予約権を取得する場合、法人投資家の売却価格が取得価額を上回るため、その差額分につき、所得金額が増加して法人税課税がされると考えられます。

⁶⁷ 法人税法 61 条の 2 第 1 項

⁶⁸ 法人税法 24 条 1 項

6 譲渡時の課税関係

CE投資家が、スタートアップ社の機関の承認を得たうえで譲渡制限を解除し、CE型新株予約権自体を第三者に譲渡（売却）する場合⁶⁹の各関係当事者の課税関係は以下のとおりと考えられます。なお、CE投資家がスタートアップ社との合意に基づき同社にCE型新株予約権を譲渡する場合の課税関係は、上記5と同じになると考えられます。

(1) スタートアップ社の課税関係

スタートアップ社はCE型新株予約権の譲渡取引の当事者ではなく、課税関係は発生しないと考えられます。

(2) 個人投資家の課税関係

個人投資家は、時価で引き受けたCE型新株予約権を第三者に譲渡する場合には、CE型新株予約権の売却価格と取得価額の差額につき、有価証券の譲渡益として課税がなされると考えられます⁷⁰。

他方で、個人投資家は、有利発行を受けたCE型新株予約権を第三者に譲渡する場合には、譲渡制限が解除された時点で、当該CE型新株予約権の経済的利益が実現したものとされて、雑所得として課税がなされるリスクがあると考えられます⁷¹。

(3) 法人投資家の課税関係

法人投資家は、第三者に譲渡する場合には、CE型新株予約権の売却価格（時価）と取得価額の差額につき、所得金額が増加して法人税課税がされると考えられます⁷²。

⁶⁹ [株式会社 FUNDINNO のコーポレートサイト](#)によれば FUNDINNO 型新株予約権（CE 型新株予約権の 1 種）の保有者は、M&A 時に買収者に同新株予約権を譲渡することを取引約款において事前に同意することとされており、CE 型新株予約権自体の譲渡がなされることが想定されているようです。

⁷⁰ 租税特別措置法 37 条の 10 第 1 項・2 項 1 号

⁷¹ 国税庁ウェブサイト上の質疑応答事例「[被買収会社の従業員に付与されたストックオプションを買収会社が買い取る場合の課税関係](#)」参照

⁷² 法人税法 61 条の 2 第 1 項

7 配当時の課税関係

【設例】では、スタートアップ社が、配当を行う場合、CE投資家に対して配当時支払金を支払うこととなります。この配当時支払金は投資契約上の義務に基づき支払われるものであり、法的には配当ではありません⁷³。

(1) スタートアップ社の課税関係

スタートアップ社にとって、配当時支払金の支払いは、配当（「剰余金の分配」）ではなく資本等取引に該当しないため⁷⁴、費用として損金の額に算入できると考えられます。また、投資家に対する配当時支払金の支払いが配当（「剰余金の分配」）の支払いではないため、配当時支払金の支払いに際してのスタートアップ社による所得税の源泉徴収は不要と考えられます⁷⁵。

(2) 個人投資家の課税関係

個人投資家は、配当時支払金を受領した場合、配当時支払金が配当ではないため、配当所得ではなく、雑所得になると考えられます⁷⁶。

(3) 法人投資家の課税関係

法人投資家は、配当時支払金を受領した場合、配当時支払金が配当ではないため受取配当等の益金不算入制度の適用はなく⁷⁷、その全額が益金の額に算入されると考えられます。

⁷³ 会社法上、新株予約権者は配当受領権を有していません（会社法 453 条参照）。

⁷⁴ 法人税法 22 条 3 項 3 号・5 項

⁷⁵ 所得税法 181 条・24 条・25 条

⁷⁶ 所得税法 24 条・25 条

⁷⁷ 法人税法 23 条 1 項

8 相続時の課税関係

CE型新株予約権については、相続又は相続人による権利行使が通常可能であるため、個人投資家が死亡して相続が発生した場合には相続税法上の評価額が問題となります。CE型新株予約権の相続税法上の評価方法に確立した手法は見当たらないため、本稿では、CE型新株予約権の相続税法上の評価方法の在り方を検討します。

相続財産は、当該財産の取得時（相続時）の時価により評価され⁷⁸、その時価は財産評価基本通達の定めるところによるとされています⁷⁹。

財産評価基本通達においては、CE型新株予約権（非上場株式を目的とする新株予約権）の時価の評価方法は直接的に定められていないため、CE型新株予約権は当該通達に準じた方法により評価されることになると考えられます⁸⁰。そして、上場株式を目的とする新株予約権の評価方法については、大要、その目的である株式の価額（財産評価基本通達による価額）から権利行使価額を控除した金額にその目的である株式数を乗じた金額が評価額とされているため⁸¹、CE型新株予約権についても、その目的である株式の価額に基づき評価することが適当であると解されます。

この点について、CE型新株予約権に、一定の合理的に想定される場合に転換株式数を算出する算定式が定められている場合（次回株式資金調達に合理的に想定され、かつ、合理的な水準の評価額上限が定められている場合等）、相続財産の時価評価との関係では、その算定式に基づく転換株式数（評価額上限を適用して算定される転換株式数等）を、CE型新株予約権の目的である株式数として算出することが原則として合理的かつ簡便な評価方法と考えられます⁸²。なぜなら、上記の場合、CE型新株予約権者は、当該転換株式数を受け取る相当程度の可能性があるとして評価できるうえ、その他の方法（評価額上限を用いて転換株式数を算定する方法以外）の方法で相続時点のCE型新株予約権の目的である株式数を算定することが実務的に困難だからです。

他方で、CE型新株予約権にディスカウントレートのみが定められる場合、確定的な転換株式数を算出する算定式が含まれないため、転換株式数の算定が困難となります。もっとも、相続開始時に、何らかの方法で転換株式数の合理的な見積りが可能である場合（例えば、相続開始時に次回株式資金調達時の評価額がほぼ確定していた場合等）には、当該見積りに依拠することは合理的であると考えられます。もし転換株式数の合理的な見積りが難しければ、CE型新株予約権の取得価額を評価額とする等の評価方法も考えられるところです。

以上はすべて、考えうる評価方法にすぎず、国税当局がいかなる見解を採用するかが不透明であるため、実務的には、金額の規模等を考慮して、CE型新株予約権の評価方法につき国税当局に事前相談する等の対応を取ることが望ましいと考えられます。

⁷⁸ 相続税法 22 条

⁷⁹ 財産評価基本通達 1 項(2)

⁸⁰ 財産評価基本通達 5 項

⁸¹ 財産評価基本通達 193-2 項、193-3 項(2)

⁸² 但し、相続税対策で、CE型新株予約権の評価額上限をその適用が想定されないほど高い水準に設定した場合等には、この評価方法の合理性が否定される余地はあるように思われます。

租税政策としては、相続財産の画一的な評価の観点から、財産評価基本通達において、CE型新株予約権（行使の目的となる株式数の確定していない非上場株式を目的とする新株予約権）の時価の評価方法について、何らかの評価方法の定め、例えば一定の合理的に想定される場合に転換株式数を算出する算定式が定められている場合には当該定めにより転換株式数を計算して差し支えない等の定めをおくことが望ましいように思われます。

第5 CE型新株予約権に関する税制優遇措置の検討

1 エンジェル税制

(1) エンジェル税制の概要

エンジェル税制は、大きく2種類の税制優遇措置（優遇措置A及びB）から構成されます。

優遇措置Aは、設立5年未満の中小企業者（株式会社）を対象とする株式投資につき投資金額から2000円を控除した金額（但し800万円又は総所得金額の40%のいずれか低い方を上限とする）をその年の総所得金額から控除する制度です⁸³。

優遇措置Bは、設立10年未満の中小企業者（株式会社）を対象とする株式投資につき、投資金額全額（上限なし）を、その年の株式譲渡益から控除する制度です⁸⁴。

これらの税制優遇措置を受けるためには、大要、以下の要件を満たす必要があります⁸⁵。

<対象会社の要件>

- ① 設立5年（優遇措置A）又は10年未満（優遇措置B）の中小企業者であること
- ② 設立経過年数毎に定められた役職員、営業キャッシュフロー、試験研究費等、売上高成長率に関する要件
- ③ 外部株主が1/6以上いること⁸⁶
- ④ 大規模法人（資本金1億円超）等の所有に属さないこと

<投資家の要件>

- ⑤ 金銭払込みにより対象企業の株式を取得すること
- ⑥ 株式保有割合が大きいものから第3位までの株主グループの持分を順に加算し、その割合が初めて50%超になる株主グループに属していないこと（大株主の親族等でないこと）

(2) CE型新株予約権への適用

スタートアップがCE型新株予約権を発行する場合、CE投資家は、新株予約権を引き受けることになるため、投資時には、上記⑤の金銭払込みにより対象企業の株式を取得するとの要件を充足しないことから、エンジェル税制の適用を受けることができません⁸⁷。また、新株予約権は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得した時点において、エンジェル税制の対象になると解されていますが、一般的に、エンジェル税制の対象になるのは、新株予約権行使時の払込金額のみであると解されているようです⁸⁸。この解釈に従えば、CE型新株予約権は、その行使時の払込み部分（つまり1円）のみがエンジェル税制の対象となるため、CE型新株

⁸³ 租税特別措置法 41 条の 19・所得税法 78 条 1 項。なお、本文の上限額は、投資 1 件あたりではなく、年間の上
 限額であることに留意が必要です。

⁸⁴ 租税特別措置法 37 条の 13

⁸⁵ [中小企業庁のウェブサイト](#)に、エンジェル税制の要件のより詳細な説明が記載されています。

⁸⁶ 外部株主が 1/20 以上いることに改正予定（「[令和 5 年度税制改正の大綱](#)」（令和 4 年 12 月 23 日閣議決定） 7
 頁。なお、この外部株主要件は、「投資を受けた時点」において充足する必要があります（中小企業等経営強化法施行
 規則 8 条 3 号）、増資の直後において充足する必要があると解されています（[東京都ウェブサイト](#)）。

⁸⁷ 中小企業庁創業・新事業促進課「[エンジェル税制 Q&A 集](#)」（2021 年 8 月）Q8（13 頁）。

⁸⁸ 前掲注 87・中小企業庁 Q8 及び Q9、中小企業庁創業・新事業促進課「[エンジェル税制個人要件判定シート](#)」
 （2021 年 2 月）2 頁、本ガイドライン 69 頁参照

予約権は実質的にエンジェル税制の適用とはならないと整理されます⁸⁹。

以上のとおり、エンジェル税制は、CE型新株予約権の取得時（投資時）及び転換時のいずれにおいても、実質的に適用がないと一般的に考えられており、この点において、CE型新株予約権による資金調達と、株式による資金調達とでは税制上の扱いが異なっています。

(3) 海外のCEに対する税制優遇措置

米国では、QSBS⁹⁰ (Qualified Small Business Stock) というスタートアップの株式への投資に対する優遇税制があり、当該Stockの5年以上の保有等を要件（保有期間要件）として、株式譲渡益に対する100%の所得控除制度があります。米国租税法上、少なくともポストマネー型のSAFE（CEの1種）は、株式と同様に扱われ、SAFEへの投資時が上記保有期間要件や長期譲渡所得の保有期間の起算点になると解されているようです⁹¹。つまり、米国租税法上、SAFEと株式は、同様の扱いを受けると解されているようです。

英国では、EIS(Enterprise Investment Scheme)/SEIS(Seed Enterprise Investment Scheme)等により、エンジェル投資家が、スタートアップへの投資額の30～50%を所得額から控除するエンジェル税制のような税制優遇措置があり、CEを用いた投資も、当該税制優遇措置の対象となっているようです⁹²。

(4) CE型新株予約権を実質的にもエンジェル税制の適用対象とする税制改正が必要である

そもそも、エンジェル税制が創設された平成9年には、CE型新株予約権による資金調達は実務上用いられておらず、スタートアップがCE型新株予約権による資金調達を行うようになったのは比較的新しい現象であるため、現行のエンジェル税制がCE型新株予約権による資金調達を想定した税制となっていないことは当然といえます。また、令和5年度税制改正により、エンジェル税制の適用要件を緩和するスタートアップにとって望ましい改正がなされる予定ですが、CE型新株予約権を実質的にエンジェル税制の適用範囲に含める改正の予定はありません。

しかし、以下の点を考慮すると、政府が推進するスタートアップがイノベーションを生み出すことのできる環境整備という観点からは、今こそ、CE型新株予約権をエンジェル税制の実質的な適用対象に含めることが必要と考えられます。

⁸⁹ 法令の文言上は、「株式…の取得に要した金額」が控除対象となる金額であるところ(租税特別措置法37条の13第1項、同法41条の19第1項)、新株予約権の取得価額も、その行使により取得した「株式…の取得に要した金額」に含めて考える方が自然であるように思われることからすれば、新株予約権の行使の際の払込金額及び新株予約権の取得価額の合計額が控除対象になるとの解釈を取る余地が十分にあるようにも思われます。同様の文言で参考になりうる定めとして、所得税法48条3項は、有価証券の「取得に要した金額」として、新株予約権の行使により取得した有価証券（株式）につき、新株予約権の取得価額及び行使の際の払込金額を含めています（所得税法48条3項・同法施行令118条1項2項・同法施行令109条1項1号）。①新株予約権の取得がエンジェル税制の対象になるかという問題と、②新株予約権の行使時の控除金額に新株予約権の取得価額が含まれるかという問題は異なる問題であり、②の問題につき少なくともガイドライン等による更なる明確化が必要と思われます。

⁹⁰ QSBSについての日本語の文献として、吉村政穂「[米国 QSBS 税制の現状と課題—スタートアップ企業への投資はどのように定義されているか—](#)」一橋法学第21巻第2号2022年7月号107頁以下があります。

⁹¹ Lesley P. Adamo “[Potentially Improved Tax Treatment of the New Post-Money SAFE](#)” (Client Alert, April 9, 2019)

⁹² 内閣府科学技術・イノベーション推進事務局「[スタートアップ・エコシステムの現状と課題](#)」（令和4年3月28日）32頁、本ガイドライン30頁。SEISの内容につき、Stephen Barkoczy, Tamara Wilkinson “Incentivising Angels - A Comparative Framework of Tax Incentives for Start-Up Investors” (Springer Briefs in Law, 2019)81頁以下が詳しい。

- ① 本ガイドラインによりCE型新株予約権がシード期のスタートアップの資金調達方法の現在の実務の到達点（最も望ましい方法）であることが示唆されたこと⁹³
- ② CE型新株予約権による資金調達が株式による資金調達とほぼ同様の機能を有している以上、株式による資金調達と異なる扱いをする合理的な理由は見当たらないこと
- ③ 上記のとおり、海外の税制でも、CEにつき株式と同様の税制優遇措置が定められていること

これらの事情等を考慮し、CE型新株予約権をエンジェル税制の実質的な適用対象に含めることが認められるのであれば、税制改正のあり方としては次の方向性がありうるように思われます。また投資家及びスタートアップにとって最も利用し易く、バランスの取れた税制は、下記(b)の方向性の改正（又は解釈の変更・明確化）であるように思われます⁹⁴。

- (a) エンジェル税制の投資家側の要件（上記(1)⑤）に関して、「株式」のみならず、「新株予約権」自体の取得金額についても新株予約権取得時点での所得控除を認める方向
- (b) 新株予約権行使時の所得控除については、上記(2)で指摘した点（控除金額である「株式…の取得に要した金額」に新株予約権の取得価額が含まれないと考えられていること）を改正又は解釈の変更・明確化により、新株予約権の転換時に、新株予約権の取得価額についても、所得控除の対象金額に含める方向
- (c) 上記(a)及び(b)の両方を認める方法（但し二重の所得控除にはならないように調整する。）

⁹³ 本ガイドライン 33 頁

⁹⁴ 英国において、CEがSEISの適用をうけるためには、SEISの要件を充たす株式(Share)の引き受けが必要であると考えられているようであり、CE取得の時点でSEISの適用が受けられることが確定しないという意味では、本文の(b)案に近い税制であると考えられます。

2 オープンイノベーション促進税制

(1) オープンイノベーション促進税制の概要

オープンイノベーション促進税制とは、国内の事業会社等が設立10年未満（一定の要件を満たす場合には15年未満）の対象企業の「株式…を取得する」場合に、当該株式の「取得価額」の25%を課税所得から控除できる制度です⁹⁵。オープンイノベーション促進税制は、令和2年度の税制改正において、日本において「ベンチャー企業への出資に係る税制措置として極めて異例」⁹⁶の税制優遇措置として導入されました。オープンイノベーション促進税制による税制優遇措置を受けるためには、大要、以下の要件等を満たす必要があります⁹⁷。

- ① 出資法人の要件（一定種類の法人であること）
- ② スタートアップ企業の要件（設立年数、株主構成等）
- ③ 出資の要件（株式取得要件、下限出資額要件、オープンイノベーション要件等）
- ④ 手続的要件

(2) CE型新株予約権への適用

スタートアップがCE型新株予約権を発行する場合、CE投資家は、新株予約権を引き受けることになるため、投資時には、上記の「株式…を取得する」要件を充足しないことから、オープンイノベーション促進税制の適用を受けることができません⁹⁸。

他方で、新株予約権の行使により金銭を払い込み、株式を取得した場合には、その時点でオープンイノベーション促進税制の適用が可能であると解されています⁹⁹、一般的に、オープンイノベーション促進税制の対象になるのは、新株予約権行使時の払込金額のみであると解されているようです¹⁰⁰。この解釈に従えば、CE型新株予約権は、その行使時の払込み部分（つまり1円）のみがオープンイノベーション促進税制の対象となるため、CE型新株予約権は実質的にオープンイノベーション促進税制の適用とはならないと整理されます¹⁰¹。

以上のとおり、オープンイノベーション促進税制は、CE型新株予約権の取得時（投資時）及

⁹⁵ 租税特別措置法 66 条の 13

⁹⁶ 財務省「[令和2年度税制改正の解説](#)」434 頁

⁹⁷ 経済産業省「[オープンイノベーション促進税制申請ガイドライン](#)」において詳細な要件の説明が記載されています。

⁹⁸ 財務省「[令和2年度税制改正の解説](#)」438 頁

⁹⁹ 財務省「[令和2年度税制改正の解説](#)」437 頁

¹⁰⁰ 本ガイドライン 69 頁及び 95 頁参照。

¹⁰¹ 本文に記載した実務的に一般的と思われる運用基準を離れて、法令の文言を読むと、新株予約権の取得価額が控除金額の算定基礎になる「取得価額」（租税特別措置法 66 条の 13 第 1 項）に含まれると解釈する余地があるように思われます（同条第 20 項・同法施行令 39 条の 24 の 2 第 18 項・法人税法施行令 119 条 1 項 2 号参照）。その他にも、オープンイノベーション促進税制は、「払込みにより取得した株式の額」が一定金額以上であることを要件とするところ、この「払込みにより取得した株式の額」に新株予約権の行使時の払込み金額のみならず、新株予約権の取得価額が含まれるかも法令上必ずしも明確ではないように思われます（租税特別措置法 66 条の 13 第 1 項・同法施行令 39 条の 24 の 2 第 1 項・同法施行規則 22 条の 13 第 3 項・国内外における経営資源活用の共同化に関する調査に関する省令 4 条 1 項・3 条 1 項 1 号）。エンジェル税制と同様、①新株予約権の取得がオープンイノベーション促進税制の対象になるかという問題と、②新株予約権の行使時の控除金額に新株予約権の取得価額が含まれるかという問題は異なる問題であり、②の問題につきガイドライン等での明確化が望ましいように思われます。

び転換時のいずれにおいても、実質的に適用がないと考えられており、この点において、CE型新株予約権による資金調達と、株式による資金調達とでは税制上の扱いが異なっています。

(3) オープンイノベーションの文脈でのCE型新株予約権の活用事例

オープンイノベーションの文脈¹⁰²でのCE型新株予約権の活用事例として、つばめBHB株式会社（以下「つばめBHB」）が、次世代のアンモニア製造プロセスの実現のため、総合化学事業を行う三菱ケミカル株式会社からCE型新株予約権を用いて3億6500万円を資金調達した事例があるとされています¹⁰³。また、つばめBHBは、その後、CE型新株予約権を用いて約40億円を調達したことを公表しています¹⁰⁴。

このように、オープンイノベーションの文脈でもCE型新株予約権が活用され、その後の事業の成長につながっている事例が実際にあることからすれば、オープンイノベーション促進税制をCE型新株予約権に実質的に適用することは検討に値すると考えられます。

(4) CE型新株予約権を実質的にもオープンイノベーション促進税制の対象とすることが望ましいこと

そもそもオープンイノベーション促進税制は、日本において「ベンチャー企業への出資に係る税制措置として極めて異例」の措置として導入されたものであることから、その適用範囲を更に拡大する税制改正のハードルは一般的に高いようにも思われます¹⁰⁵。しかし、CE型新株予約権による資金調達が株式による資金調達とほぼ同様の機能を有している以上、株式による資金調達と異なる扱いをする合理的な理由が見当たらないという点においては、エンジェル税制と同様の考慮が妥当すると考えられます。

したがって、エンジェル税制と同様に、CE型新株予約権を実質的にもオープンイノベーション促進税制の適用対象にする方向の改正が望ましいと考えられます。

第6 おわりに

以上、本稿ではコンバーティブル・エクイティの課税関係につき幅広く検討しました。本稿がスタートアップのCE型新株予約権による迅速かつ効率的な資金調達を促進し、イノベーション・フレンドリーな社会の実現のための一助となれば幸いです。

以上

¹⁰² 「オープンイノベーションの文脈」は、オープンイノベーション促進税制の要件を満たすという意味ではなく、スタートアップ企業が事業会社と連携してイノベーションを促進する文脈という広い意味で用いています。

¹⁰³ 本ガイドライン 84 頁

¹⁰⁴ [つばめBHB2022年7月25日付けプレスリリース](#)

¹⁰⁵ もっとも令和5年度税制改正で、「スタートアップ・エコシステムの抜本的強化が最重要課題であることに鑑み」、オープンイノベーション促進税制の適用範囲を拡大する税制改正がなされる予定であることからすれば（自由民主党・公明党「[令和5年度税制改正大綱](#)」（令和4年12月16日）5頁、「[令和5年度税制改正の大綱](#)」（令和4年12月23日閣議決定）36～38頁）、本稿で論じた適用範囲の拡大（CE型新株予約権に対する実質的な適用）についても検討の余地はあると思われま