

No.130

Jan.25  
2024

## JIPS DIRECT

## NEWS LINE

証券会社関連の動向 ..... 01  
証券関連業務に関する行政の動き ..... 01

## JIPs LINER

「米国株式取引フルアウトソーシングサービス」のご紹介 ..... 02

## PICK UP TOPICS ー証券トレンドー

ベンチャーキャピタルへの期待  
～ 望まれる機関投資家と個人の投資参加拡大 ..... 04

## JIPs FOCUS

種類株式について  
～ 多様な調達ニーズと投資ニーズへどのように応えていくか ..... 05

## NEWS LINE | ビジネスニュース

## ◆ 証券会社関連の動向

**東証公表** 東証は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業を公表(1/15)

ー2023年12月末時点で、プライム市場は660社、スタンダード市場は191社が具体策を開示

**ビットコイン** 米SECは、ビットコイン現物を運用対象とするETF11本を承認(1/10)

ーETFはブラックロックやフィデリティが運用し、ニューヨーク証券取引所などに上場

**買収** マネックスグループは、カナダの暗号資産運用会社を買収(12/28)

ー買収額は56億円で、機関投資家などの暗号資産の運用ニーズ獲得が目的

**上場廃止** 2023年の上場廃止は65社と過去最高に(12/28)

ー上場維持基準抵触は3社、中長期の構造改革目的の上場廃止が増え、前年比35%増加

**業務提携** 長野証券は、資産管理サービスのトリニティ・テクノロジーと家族信託で業務提携(12/25)

ー2024年1月から長野証券が顧客の同意を得た上でトリニティに紹介し、相続対策など相談体制を充実

**デジタル証券市場** 大阪デジタルエクステンジは、同社PTSでデジタル証券取引を開始(12/25)

ーデジタル証券は神戸のホテルと都内の賃貸マンションを投資対象としたもので、発行額は各30億円

**仲介業** ひろぎんホールディングスは、証券・保険の仲介業務を行う新子会社の設立を発表(12/22)

ー2024年1月に設立し、証券会社の投資信託や債券、保険会社の生命保険などを担う

## ◆ 証券関連業務に関する行政の動き

・株式会社SBI証券に対する行政処分について(1/12)  
ー以下、IPO3銘柄の初値形成に対して、実勢を反映しない作為的な買付注文発注を行ったことに対する行政処分

▶ IPO銘柄に関し、勧誘を伴う上場日における売買の受託業務を令和6年1月12日から令和6年1月18日まで停止

▶ 経営陣を含む責任の所在の明確化と内部管理態勢強化などの業務改善命令

・監査法人及び公認会計士の懲戒処分等について(12/26)  
ー太陽有限責任監査法人の社員である2名の公認会計士が、株式会社ディー・ディー・が作成した財務書類の監査において、売上の過大計上及び貸倒引当金繰入額の過少計上等の重大な虚偽があるにもかかわらず、虚偽がないものとして証明したことに対する処分

▶ 業務改善命令及び課徴金9,595万円

▶ 契約の新規の締結に関する業務の停止3月

▶ 担当会計士の監査業務への関与禁止3月

・金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」報告の公表について(12/25)  
ー公開買付制度についての提言

▶ 市場内取引を通じて企業支配権に重大な影響を与える場合にも、公開買付けの実施を義務付け

▶ 企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、「議決権の3分の1」から「議決権の30%」に引き下げ 等

ー大量保有報告制度についての提言

▶ 現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、潜在的に経営に対する影響力があるものや潜脱する効果を有するものを規制の対象 等

◆ 「米国株式取引フルアウトソーシングサービス」のご紹介

Embedded Finance (組込型金融) による低コスト・短期間の米株サービス導入

弊社は、従来よりOmegaFSシリーズをご利用いただいているAlpacaJapan様と提携し、「米国株式取引フルアウトソーシングサービス」の提供を計画しています。



「米国株式取引フルアウトソーシングサービス」とは？

- 必要な証券システム・証券業務オペレーションをフルアウトソース可能です。
- ご利用企業様の独自アプリ・サービスに、違和感なく米国株の取引機能を組み込めます。
- 投資家様向けの米株情報、AIツール、ロボアドサービス等の付加価値提供も実現します。

■ 「米国株式取引フルアウトソーシングサービス」の特長



スピーディー＆初期投資を抑えた米株取引の導入実現

対顧客機能だけ準備すれば、バックオフィス部門は全てお任せ！

複雑な外国証券のバックオフィス事務を、証券システムに至るまでフルアウトソースが可能です。米国株式取引への参入に必要な体制構築やシステム等への初期投資を抑制し、短期間での米株取引サービス導入を実現します。



24時間365日稼働のAPI提供

本サービスは、24時間365日稼働の参照系APIを備えています。各企業様が独自で提供しているアプリケーションや、サービスが求める米国株式取引・残高情報を、「いつでも」「必要なときに」利用可能です。

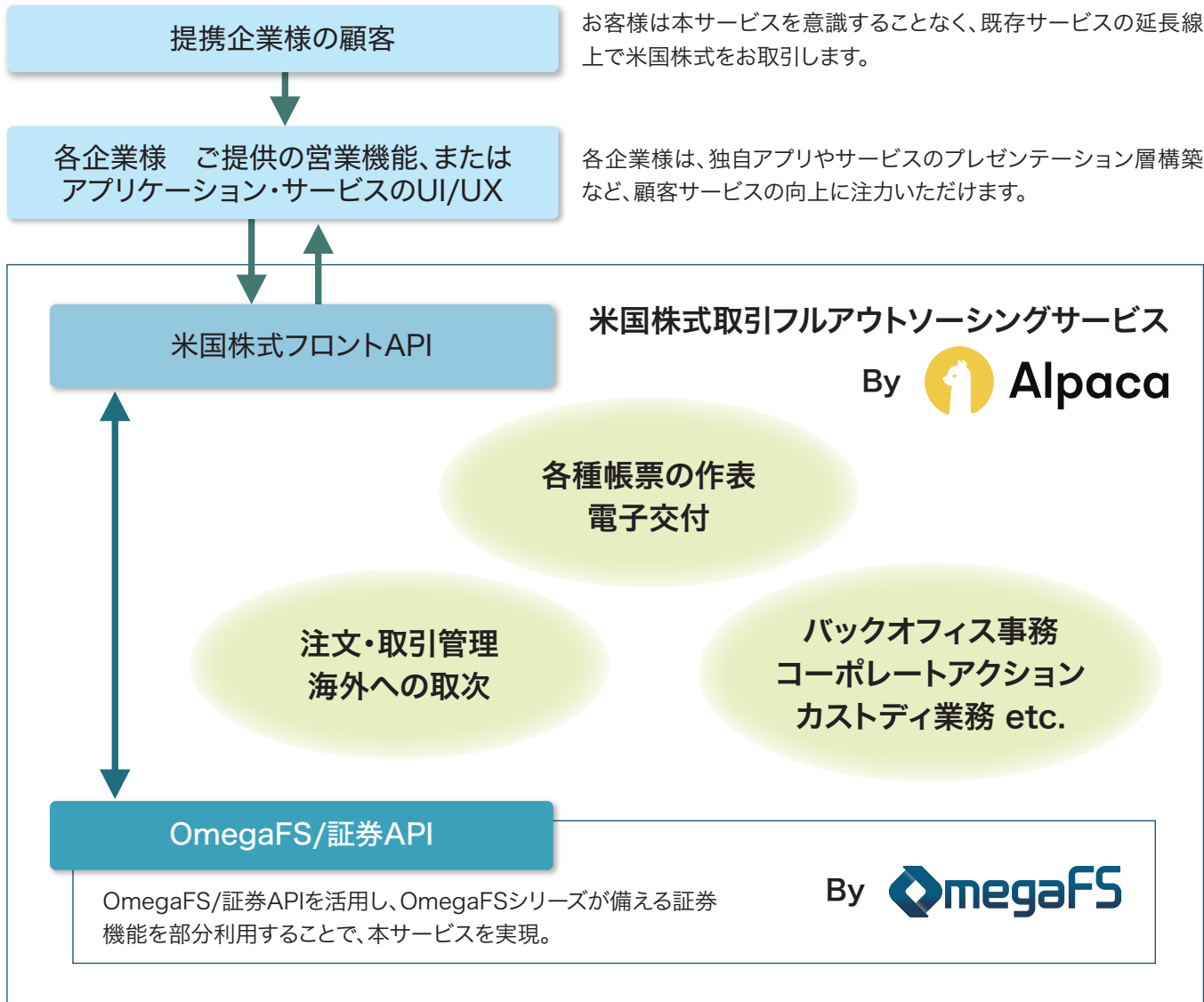


米国株式を日本円の金額指定で注文可能

本サービス独自の仕組みにより、米国株式を金額指定にてお取引できます。少額投資や取引金額の柔軟性向上を実現し、組み込み利用に親和性の高い米株取引を提供します。

■ サービス活用例

米国株式取引フルアウトソーシングサービス 導入イメージ



AlpacaJapan 様 企業情報



会社名 AlpacaJapan株式会社 (英語表記: AlpacaJapan Co., Ltd.)  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3024号

本社所在地 〒101-0047 東京都千代田区内神田1-12-5 Nest-Lab北大手町 2階

Web <https://alpaca.markets/jp/index.html>

当サービスにつきましては、担当営業または下記までお問い合わせください。

日本電子計算株式会社 証券事業部 証券営業統括部 | 【東京】TEL:03-5210-0155 【名古屋】TEL:052-951-4302



◆ ベンチャーキャピタルへの期待 ～ 望まれる機関投資家と個人の投資参加拡大

政府は2021年11月、官民によるスタートアップ育成策として「スタートアップ5か年計画」を策定した。①スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築、②資金供給の強化と出口戦略の多様化、③オープンノベーションの推進を3つの柱としているが、その中核に位置付けられているのがベンチャーキャピタル(以下、VC)だ。

スタートアップ企業への資金供給を金額ベースで見ると約3割がVCから、2割程度が事業会社、1割程度が金融機関からの投資となっている。2022年度のVCによる投資状況は、国内新興企業への投資が1,625件で2,386億円、金額ベースの前年度比では約11%減少している。(ベンチャーエンタープライズセンターの公表データによる。)また、2022年度の新規組成VCファンドについては、45本2,756億円で、公的VCファンドが組成された2020年度を除くと近年は同水準で推移している。但し、金額、件数、経済規模に比較する出資額とも、諸外国に大きく劣っていることも指摘されている。

米国や中国などに大きく劣っているユニコーン企業数を増やす目的で、官民共同で各地域におけるJ-Startup計画への取り組みが行われている。各地域のJ-Startupでは、資金供給や経営支援など地方公共団体や地域金融機関などが中心となり、スタートアップ企業への施策が実行されており、その中核にVCがある。

このVCからのスタートアップ企業への投資を飛躍的に伸ばすためには、まず機関投資家や個人からのVCファンドへの投資拡大が必要である。金融審議会の資産運用に関するタスクフォース報告書(2023年12月)において、機関投資家からVCへの資金の流れを拡大する施策として、次の2点が示された。

1. 公正価値評価の促進

VCが投資した企業の株式評価は、海外では企業価値を時価ベースで見直す公正価値評価が一般的であるが、日本の場合、取得価格を簿価とする財務報告が

行われてきた。簿価方式では、VCファンドの運用状況や投資先の企業価値が、外部から見て分かり難い。

2. ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

国内外機関投資家からファンドへの投資を拡大するために、海外VCと同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があることが指摘されている。

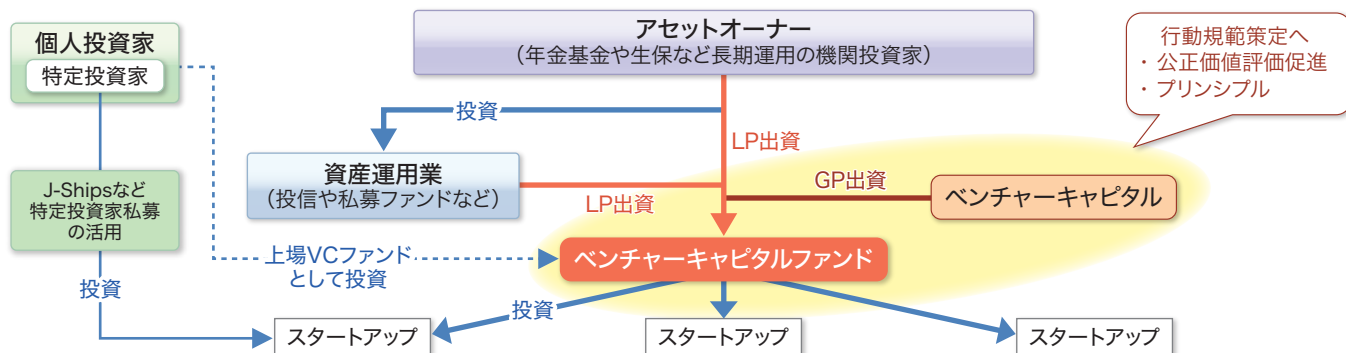
上記2点について、金融庁は国内のVCに対する行動規範を海外VCの現状を踏まえ、2024年中に策定することが伝えられているが、VCファンドの情報開示については、四半期ベースでの財務情報開示を求める方向だ。

VCファンドの運用は、投資事業有限責任組合の形態をとることが多い。スタートアップ企業への実際の出資は、LP(有限責任組合員)出資を行う機関投資家などが、GP(無限責任組合員)出資を行うVCのベンチャーキャピタリストの選択眼と育成能力に頼ることになる。VCファンドが組合形式で運用されていることもあり、その運用体制などが外部から見え難い。VCの構成要員や機能が明確化されると、各地域のJ-Startupによる支援体制などを利用した企業側の選択肢も増え、また、新規のVC参入やVC間の競争を促すことも可能になってくる。

今後、VCファンドへの機関投資家の参加増加が期待されており、資産運用会社に対しても非上場株式への投資拡大が求められているが、両者が噛み合うためにもVCファンド運用の透明性が重要になっている。実際にファンドを運用するベンチャーキャピタリストの実績や能力に関する情報、IPOに頼りすぎない運用方針の明確化、更に運用状況を投資側に正確に伝える体制整備のためにも、上記のような施策が必要だ。

また、個人投資家のVC参加についても、上場VCファンドや特定投資家・J-Ships制度の活用が考えられるが、そのためにはリスクマネー仲介を行う証券会社からみて、VC及びVCファンドに関する情報が利用しやすい環境整備などが望まれる。

スタートアップへの投資の流れと促進策



◆ 種類株式について ~ 多様な調達ニーズと投資ニーズへどのように応えていくか

■ 種類株式の利用と基本的な構成について

■ 種類株式の発行プロセスと論点について

■ 主な公募種類株の発行事例

■ 資本政策全体から見た種類株式

■ 種類株式の利用と基本的な構成について

2023年11月にソフトバンク株式会社による社債型種類株式が1,200億円発行され、東証プライム市場に上場された。日本における上場企業が発行する公募の種類株式としては、ソニー、伊藤園、トヨタに次いで4事例目となるものの、4社それぞれの発行目的が異なっており、種類株の発行スキームは多様だ。また、第三者割当で発行される上場企業の種類株式については、2022年は8社、2023年は5社あり、いずれも資本毀損をカバーしたり財務基盤強化を目的にしたものが多く、政府系のファンドや取引先に対して発行されている。

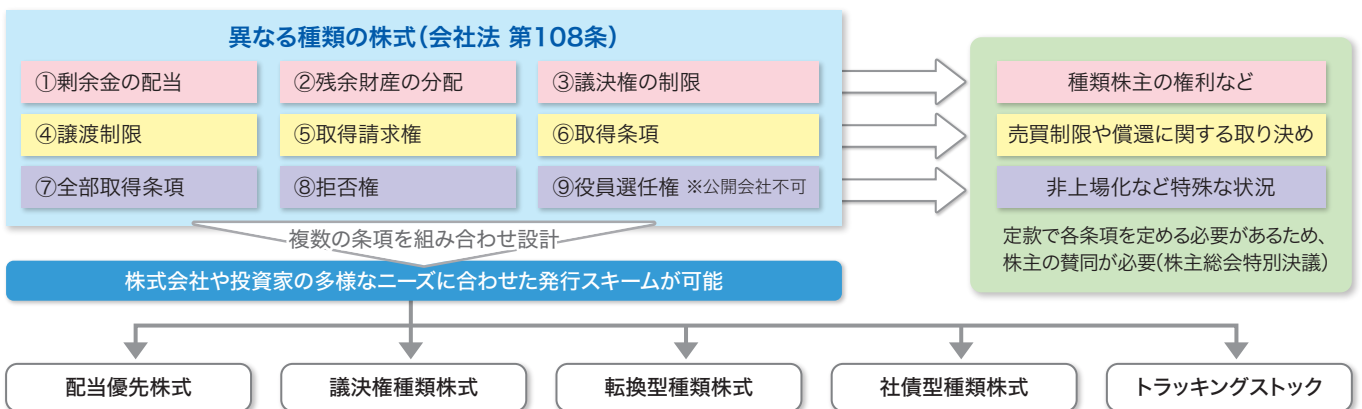
一方、世界中から投資資金を集める米国市場においてはAlphabet (Google)やMeta (Facebook)のように複数の種類株式を発行している企業もある。ITやテクノロジー事業を営むTech企業のIPOの3割以上が、種類株式の一種である複数議決権株式を経営陣などに発行しており、種類株式に対する扱いは国際的な市場間競争にも影響していると言われている。

我が国では種類株式の構成要素として会社法108条に次の規定があり、これらを組み合わせることで多様な種類株式を発行することができる。

- ① 剰余金の配当：配当金について普通株式とは異なる方法で決定することが可能。配当優先株式は同規定によるが、反対に配当金支払いを普通株式に対して劣後させるものもある。
- ② 残余財産の分配：株式会社が解散・清算する場合、負債を返済した後の残余財産分配について、優先ま

- たは劣後させるもの。無議決権株式では優先させる場合が多く、救済型の種類株式では劣後もある。
- ③ 議決権制限規定：株主総会で議決権を行使する事項を制限するもの。無議決権株式も可能。なお、海外でTech企業が利用する複数議決権種類株式は、単元株数を普通株式と変えることで発行される。
- ④ 譲渡制限：他への譲渡について、株式会社若しくは種類株式株主総会の承認を要するという規定。
- ⑤ 取得請求権：種類株主が現金、普通株式、新株予約権、社債などを取得することを可能とする規定。普通株式であれば転換型種類株式となる。事前に定款で算定方式等を定めておく必要がある。
- ⑥ 取得条項：株式会社が一定の事由が生じたことを条件としてこれを取得することができる規定。取得対価は上記⑤と同様に現金、普通株式などが可能であるが、定款において算定方式等を定めておく必要がある。社債型種類株式や転換型種類株式、トラッキングストックにおいても利用される。
- ⑦ 全部取得条項：株主総会の決議によってその全部を取得することができるが、M&AやMBOで完全子会社化を目的とする場合の少数株主対策のスクイーズアウトに利用される。
- ⑧ 拒否権：株主総会の決議する特定の事項のうち、種類株主総会の決議が必要とする規定。黄金株など。
- ⑨ 役員選任権：種類株主総会において取締役又は監査役を選任可能とするもの。但し、公開会社は利用不可。

種類株式の構成とその利用について (概要)



■ 主な公募種類株の発行事例

過去国内で発行された公募の種類株式について、その内容を見ていきたい。流動性確保のために東証に上場するケースもあり、次のような発行目的とスキームになっている。(カッコ内は、前頁で説明した会社法第108条条項)

◇ソフトバンクの社債型優先株式(①、②、③、⑥)

親会社のソフトバンクグループは劣後特約付きの期間35年のハイブリット債を複数発行しており、2023年4月に主に個人投資家向けに募集された2,220億円では、当初5年の固定利率は4.75%だった。子会社の同社も社債を発行しているが親会社より格付けは高い。今回の発行目的については、資本の充実と財務基盤の強化として、ROEやEPSを含む当社財務指標への影響により配慮しハイブリット債に類似させたとしている。種類株式ではあるが、発行に際して格付けを取得(R&IがA-、JCRがA)されており、調達資金の50%が資本金性資金としての認定を受けた。また、固定配当は募集時のブックビルディングで発行価格に対して2.5%とされた。2023年11月2日東証に上場、株価は概ね発行価格の4,000円近辺で推移している。

◇トヨタのAA型種類株式(①、⑤、⑥)

2015年7月に長期保有の個人株主づくりを目的として5,000億円を発行、相当金額分の普通株式を自社株取得・消却した。普通株式であれば保有期間に応じて異なる配当を行うことはできないが、当種類株式の年間配当率は、発行価格に対して1年目が0.5%で毎年0.5%アップし、5年後以降は2.5%となる。議決権は普通株式と同様にあり、普通株式への転換権も5年後以降、発行価格を時価相当で除した数の普通株式に転換できる。取得請求権や取得条項、譲渡制限もあり非上場であった。なお、2021年4月にトヨタは当種類株式を調整後発行価格で取得・消却した。

図1 普通株式と社債型種類株式の株価(ソフトバンク)

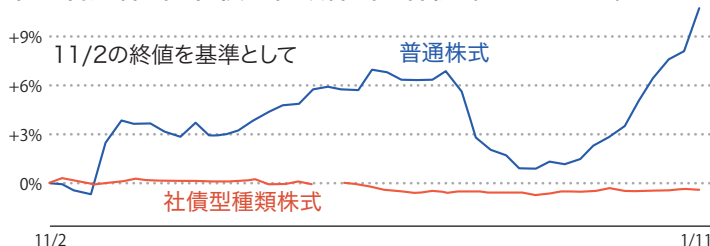
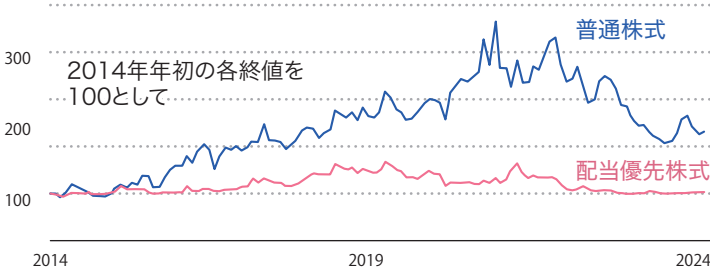


図2 普通株式と配当優先株式の株価(伊藤園 過去10年間)



◇伊藤園の配当優先株式(①、②、⑥)

2007年11月に資金調達手段の多様化を目的として、無議決権の種類株式を発行し、東証に上場した。優先配当は、普通株式の125%とされており、普通株式に配当がない場合も15円が優先配当金となり、普通株式への取得条項が付された。種類株式は普通株式への転換権はないが、株主優待については普通株式と同様に受け取れる。また、種類株式上場に際して、種類株式の公募以外に普通株式の株主には1株に対して0.3株の種類株式が割当てられた。

◇ソニーの子会社連動株式(①、⑤、⑥)

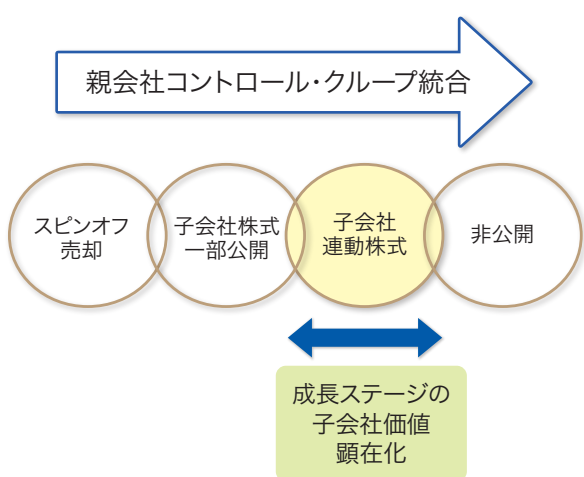
成長ステージにある子会社の価値顕在化によるグループ資金調達として、2001年6月にソニーが子会社のソニーコミュニケーションネットワーク(以下、SCN)の業績に連動して配当する子会社連動株式(トラッキングストック)を発行し、東証に上場した。但し、当初SCNは成長優先のため無配当だった。調達資金は、SCNの事業資金に利用されたが、2005年12月に同トラッキングストックはソニーの普通株式に一斉転換されて終了した。米国では1990年代の企業分割やM&Aでの既存株主への割当て、ベンチャー企業の資金調達手段としても利用された。

上記の事例の他に、上場する際に複数議決権株式を発行していた事例として以下がある。

◇CYBERDYNEの複数議決権株式

2014年3月にマザーズに上場したCYBERDYNEは、上場時に普通株式の10倍の議決権を持つB種類株式を経営者に対して発行している。発行理由としては、経営者に集中させることにより、同社の先進技術の平和的な目的での利用を確保し、人の殺傷や兵器利用を目的に利用されることを防止することとしている。

図3 子会社連動株式のポジショニング(ソニー トラッキングストック)



※ソニー公表資料より



■ 種類株式の発行プロセスと論点について

種類株式の発行プロセスについては、普通株式や社債などの一般的なファイナンスと大きく異なる。その概要を下図に示した。

異なる種類の株式を発行する場合は、その内容を定款に定める必要がある。そのため、定款変更を目的とする株主総会が開催され、議決権数の半数以上の出席と3分の2以上の賛成が必要な特別決議で承認されることが求められる。取締役会の決議だけで発行される普通の株式・社債とは異なるが、定款まで変更しなければならない理由については、既存の株主の権利に大きく影響するからだ。例えば普通株式に優先若しくは劣後する事項として、議決権、配当金の分配、残余財産の分配などがあり、普通株式への転換権も将来のダイリューションに影響する。

実際の発行スキームは発行の目的に従い、5頁で述べた会社法第108条の各項目を複数利用して設計するが、既存株主の合意を得るためには、発行の正当性も説明する必要があり、ときにはスキームに対する法律意見書を準備する場合もある。株主や投資家への情報提供として行われる法定開示や取引所の適時開示があるが、いずれに対しても、発行目的を分かり易く伝える必要があり、会社側の負担が重い。

しかし、資本政策や株主構成を大きく変化させる目的の中でファイナンスを行うのであれば、種類株式は有効な手段と考えられており、上場企業においても多様な資金調達スキームを検討する上で有効だろう。なお、種類株式に係る上場企業の資本政策上の論点として、次のようなものがある。

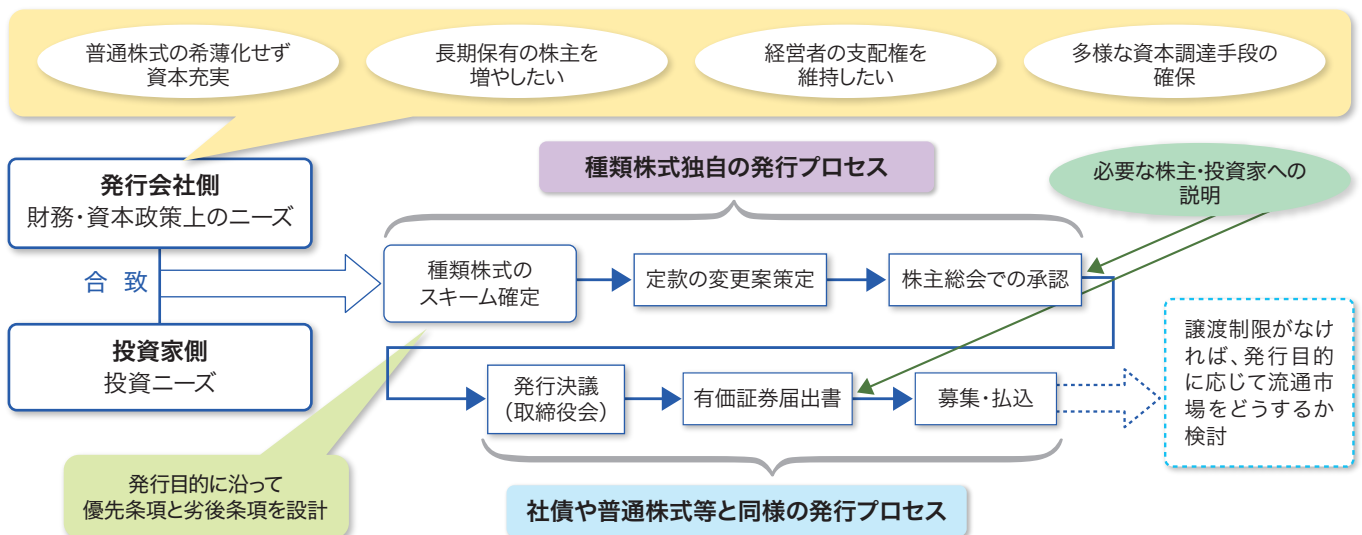
◆複数議決権種類株式：敵対的な買収による事業の軍事利用等を避ける目的で複数議決権株式を発行するCYBERDYNEの上場が特例的として認められたが、日

本市場では原則上場できない。米国市場では10倍の議決権を発行するAlphabetやMetaは業績が好調で企業価値を増加させており、普通株主もメリットを受けている。また、IPOでTech企業の3割以上が複数議決権種類株式を発行している状況が続いており、香港やシンガポール、英国などの各市場においても市場間競争の視点から複数議決権種類株式発行を認める方向に転換している。しかし、複数議決権種類株式発行企業のIPOは未だしも、既上場企業の発行に関しては既存株主の権利に大きく影響し、これまで日本において取り組まれてきたコーポレートガバナンス上も問題だろう。

◆長期保有株主への優遇：長期保有の株主を増やしたいという上場企業側のニーズは多くあるが、現行の制度上は期末基準日に株主名簿に記載された株主の1単元当たりの権利は平等だ。但し、一部の上場企業では、長期間保有する株主に対して株主優待等を使って報いようとする動きがある。フランスでは、2年以上の中長期保有株式について2倍の議決権を付与する優先株とすることをデフォルト・ルール化した。長期保有株主優遇策についてはコーポレートガバナンスを低下させるという反対意見もある。

◆子会社の資本政策への関与：トラッキングストックを発行した際のソニーの子会社に対するポジショニングは前頁の図3に示したとおり、日本市場での子会社価値顕在化の現状はIPOに偏重している。例えば、子会社がIPO時に調達した資金が親会社の事業資金に利用され、その後、親会社が上場子会社を吸収するようなケースもあり、グループ全体の中での子会社の位置付けや財務情報を開示するトラッキングストックの方が投資家からは分かり易い。

種類株式の発行プロセス



■ 資本政策全体から見た種類株式

種類株式は、複数の条項を盛り込むことが可能なため、企業の多様な資本政策ニーズに応えることができる。上場企業であれば多くの株主が存在し、また不特定多数の投資家対応も必要となるため、発行目的を明確に示すことと、発行自体の影響について正確に示す必要がある。買い手の投資家ニーズに合わせて種類株式のスキームを設計していくことも求められる。

企業が取り得る資本政策としては、定款変更が必要な種類株式以外に、取締役会決議で発行できる普通株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債があり、発行方法としては公募、第三者割当、株主割当(ライツオファリングを含む)、私募などがある。これらの方法が、種類株式発行の目的にある程度まで合致しているのであれば、機動性のある代替手段となることが考えられる。

代替手段のイメージは下図の中に示したが、特に権利行使の対価や行使条件等、スキーム設計の自由度が高い新株予約権の活用が有望で、以下のように種類株式の代替となる。

- ・ 複数議決権株式⇒米国市場では経営陣が企業の長期的なビジョンを維持し短期的な利益追求から解放されるために許容されているが、新株予約権を使った買収防衛策も、ある程度同様の機能を果たすことが可能だ。但し、企業価値向上について経営陣が明確なビジョンを持ち、それを公表する必要がある。
- ・ 長期保有株主への優遇⇒株主向けストックオプションとして、保有年数に応じた新株予約権の行使を可能とするスキームとすれば長期保有株主に報いることが可能だ。但し、株主に長期保有してもらう目的は経営陣が明確にすることも必要である。

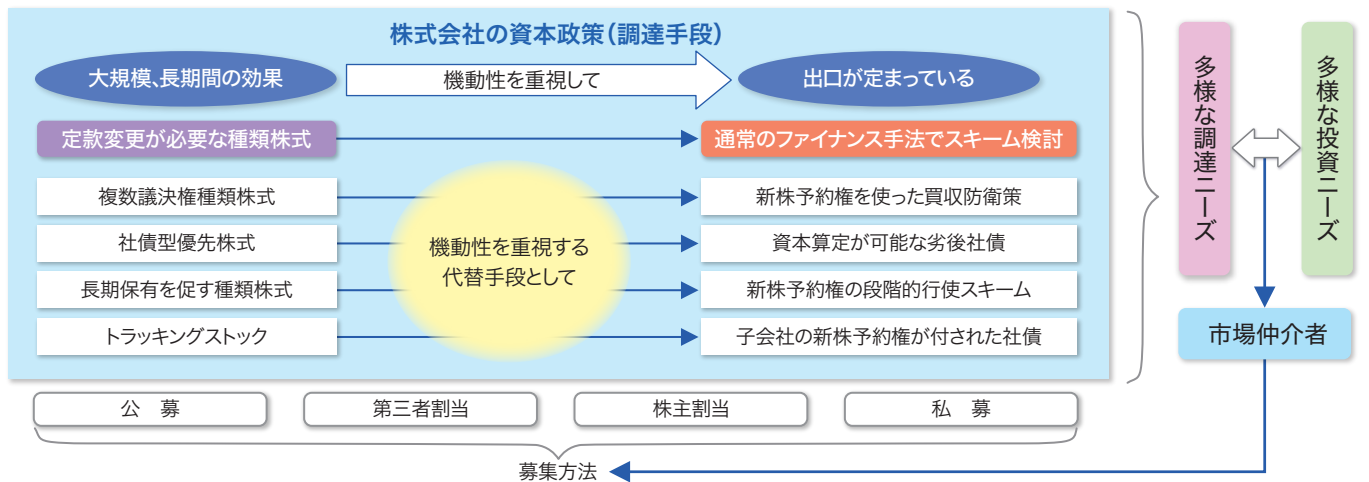
- ・ トラッキングストック⇒成長性のある子会社が事業拡大のために資金調達が必要であれば、親会社による新株予約権付社債の発行が考えられ、新株予約権は子会社株式への権利行使とする。子会社財務情報の定期的開示は必要であるが、EXITについてはIPO、M&A、親会社吸収など多様な事業戦略が可能となる。

なお、種類株式の特殊な事例として、INPEXが経済産業大臣に発行した黄金株があるが、これは株主総会決議への拒否権を付したもので、国策として資源確保のために外国企業からの敵対的買収を防ぐため発行された。このような国策による場合は、個別企業防衛としてその根拠を法律で定めることになる。

種類株式利用は、資本政策の目的を実現させながら普通株式を希薄化させない手段として有効だが、負担が重い代替手段との比較検討が必要だ。また、種類株式を含めて資本政策を有効に活用していくためには、多様な調達ニーズに適合した投資ニーズを喚起していく証券会社や投資銀行などの市場仲介者の役割が重要になる。

最近では、IPOにおける公開価格決定方式の見直しやSPAC導入議論、グロース市場上場企業のセカンドファイナンスの在り方など、既存の市場仲介業者の在り方も問い直されている。通常の発行市場においても、親会社やVCの売出しに偏ったIPO、育たない低格付け社債市場、海外発行に偏った新株予約権付社債の発行など、既存の市場仲介業務について、種類株式の活用を含め仲介者の工夫が問われているのではないだろうか。

資本政策全体から見た種類株式



【編集・発行】日本電子計算株式会社 証券事業部  
 URL <https://www.jip.co.jp/> 〒102-8235 東京都千代田区九段南1丁目3番1号  
 【お問い合わせ・ご要望】 TEL:03-5210-0153 FAX:03-5210-0221  
 E-mail [shoken\\_contact@cm.jip.co.jp](mailto:shoken_contact@cm.jip.co.jp)

Trusted Global Innovator  
 NTT DATA Group

●掲載される情報は日本電子計算(株)(以下JIP)が信頼できると判断した情報源を基にJIPが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、JIPは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。●本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。●本文およびデータ等の著作権を含む知的財産権はJIPに帰属し、事前にJIPへの書面による承諾を得ることなく本資料および複製物に修正・加工することは固く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは固く禁じられています。●JIPが提供する証券・金融業界情報、市場情報は、あくまで情報提供を目的としたものです。以上の点をご了承の上、ご利用ください。