

ベンチャー投資における「種類株式」 の実証分析

－権利の設定と投資インセンティブ－¹

幸 田 圭一郎

要 旨

近年、ベンチャー企業に対する投資の手段として、議決権や優先配当権などのさまざまな権利が付与された「種類株式」が発行されるようになっている。これらの権利は、ベンチャーキャピタル（以下、VC）などの投資家による企業に対するガバナンスの強化や投資リスクの軽減が可能となる。これまで「種類株式」発行に関する研究はされてきたが、権利の内容が与える影響は明らかになっていない。そこで、本研究は、ベンチャー企業による「種類株式」による権利が、VCなど投資家に対する投資誘因となるのか、実証的に明らかにする。具体的には、ベンチャー企業が発行した「種類株式」の権利を分類することで、IPO時に与える影響を実証的に検証した。

分析の結果、①残余財産の分配を権利とした「種類株式」の発行は、VCの増加につながり、なおかつ、IPOまでの期間が短くなる ②剰余金の配当を権利とした「種類株式」の発行は、IPO時のアンダープライシングが大きくなる、という2点が明らかとなった。

キーワード：種類株式、ベンチャー企業、ベンチャーキャピタル、IPO

目 次

- | | |
|--------------------|-----------|
| 1. はじめに | 4.2 推計モデル |
| 2. 「種類株式」の権利設定 | 4.3 データ |
| 3. 「種類株式」に関する先行研究 | 4.4 基本統計量 |
| 4. 仮説の設定とリサーチ・デザイン | 5. 分析結果 |
| 4.1 仮説の設定 | 6. おわりに |

1 本研究は JSPS 科研費 21K13379, 25K16722 の助成を受けたものです。

1. はじめに

近年、日本経済の成長を促すために、スタートアップが重要であることは広く共有されている。そのため、政府としても、さまざまな成長戦略を描くことで、これらのサポートを進めており、ベンチャー創出のエコシステムをいかにして構築していくのか、多くの取り組みがなされてきた。

そのような中、ベンチャー企業への投資環境も大きく変化し、さまざまな投資促進策が講じられてきた。例えば、リーマン・ショックや新型コロナウイルス感染症の世界的流行といった外部環境の変化に対応しつつ、新興市場の再編、エンジェル税制の創設、経済産業省によるJ-Startupプログラムの展開など、多様な施策が実行されている。

このようなベンチャー投資の枠組みとして設けられた制度に、「種類株式」の活用がある。そもそも「種類株式」とは、議決権に対する制限や配当権の優先など、普通株式とは異なる権利の設計がされている株式のことをいう。この通常とは異なる運用を規定する株式制度は、2005年に公布された会社法によって、最低資本金制度の撤廃や委員会設置会社の規定とともに、第108条に加わった。この背景には、「投資先企業が失敗した場合、優先的に資金を回収できる」など、さまざまな投資家ニーズをくみ取ったうえで、ベンチャーキャピタル（以下、VC）などの出資者にとっては大きなインセンティブとなることから、より多くの投資を促し、ベンチャー企業の活性化を促すものと考えられていた（大杉・樋原，2004）。

しかし、2000年代の環境では、「周りの投資

契約において活用事例がほとんど見られず、「種類株式」の発行を躊躇する」「種類株式」を活用した投資の際の権利関係があまりに複雑で、契約に対応できる法曹関係者が少ない」といった実務家の意見も多く、「種類株式」の活用はなかなか進まない状況にあった。たしかに、この時期のIPO企業を対象とした「種類株式」活用企業の割合は、各年数社程度というものであり、制度としての認知はまだ広がっていなかったと言える。そのため、先行研究においても、「種類株式」活用企業は一定の特徴を有するものの、統計的な検証には課題が残されており、将来的な活用事例の増加が待ち望まれていた（幸田，2009）。

その後、2010年代に入り、「種類株式」による投資は次第に増加するようになり（VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果」、JVR「日本における優先株式の利用実態調査」など）、実証的な検証の環境が整うようになってきた。その状況を踏まえて、「種類株式」を対象とした研究も、少しずつ蓄積が進んでいくようになる（高橋・忽那，2015；幸田，2018など）。しかしながら、これらの検証は、「種類株式」活用の有無を分析対象としており、どのような権利が投資家に影響を及ぼすのかといった点まで、踏み込んだ言及ができていないといった課題が存在していた。

そこで、本研究は、ベンチャー企業がVCなどの投資家に対して与える配当などの権利や、企業経営に参画する議決権、取締役の選解任権など、「種類株式」の権利を分類することで、それらがどのようなメカニズムによって、投資促進へとつながっているのかを明らかにする。これまでの「種類株式」の発行の有無を中心とした研究を、権利の詳細まで拡張することで、

学術的にも、投資に及ぼす影響が明確になることから、ベンチャー投資における効果的な投資政策のデザインをすることが可能となる。

本研究の結果、以下の2点が明らかとなった。
①残余財産の分配を権利とした「種類株式」の発行は、VCの増加につながり、なおかつ、IPOまでの期間が短くなる。②剰余金の配当を権利とした「種類株式」の発行は、IPO時の初値の騰落率（アンダープライシング）が大きくなる。

以上のことから、ベンチャー企業にとって、VCの投資促進へとつなげるためには、キャッシュフロー権を意識した「種類株式」の権利設計が重要であると考えられる。

本稿は、以下のように構成される。まず、第2章では、「種類株式」の権利設定を紹介して、第3章では、「種類株式」に関する先行研究を提示する。第4章では、データ、仮説ならびに変数の説明、推計モデルを検討した後、第5章にて実証分析の結果とその解釈を示す。最後に、第6章にて本稿の結論と今後の課題についてまとめる。

2. 「種類株式」の権利設定

通常の株式と権利が異なる「種類株式」について、会社法第108条では、以下の9種類が規定されている。

- ①剰余金の配当 ②残余財産の分配
- ③議決権の行使 ④譲渡制限 ⑤取得請求権
- ⑥取得条項 ⑦全部取得条項 ⑧拒否権
- ⑨取締役や監査役の選解任権

会社法は、定款で定めることにより、これらの権利を自由に設計し、複数の権利を組み合わせることを認めている。それぞれの権利について、ベンチャー投資を行う場面では、以下のような効果が期待されている²。

①剰余金の配当

株主への配当において、優先的な配当を行う。この権利が付与された株式を発行することによって、投資家側にとっては配当の確実性が高まり、一種の投資誘引となる。そこでは、配当金の額などについても事前に決められている場合もある。

②残余財産の分配

会社を清算するときに発生する残余財産を、発行時に決めた価格と株数に応じて優先的に分配を行う。予測のできないベンチャー企業に投資をするVCにとってみれば、一定額の返還を保証される形態となり、投資誘因となりうる。取得条項や議決権の制限などを組み合わせることによって、その性質は社債に近いものになる。

③株主総会において議決権を行使することができる事項

株主総会にて一部の事項やそのすべてにおいて議決する権利を制限する。これは、企業側にとって、経営権の維持が可能となり、経営を安定させることができる。その一方で、配当優先株式などと組み合わせることにより、議決権を認めない代替として配当を優先させるなどの設計を行うなどが可能となる。そのため、議決権などの経営に関与することよりも、金銭的な権利を要求する投資家ニーズに応えることを可能

2 各権利内容の詳細については、幸田（2019）で報告した内容を再検討したものである。

とする。

また議決権がある場合でも、特定の事項によって議決権を認める、もしくは、議決権を認めないというように、条件や決議の種類などによって自由に設計することも可能である。ベンチャー投資で活用するならば、「他の事項について無議決権とされても、営業譲渡や新株発行等のような自らの利害に関する会社経営上の重要事項については、議決権を確保（久留島、2004）」なども可能となる。他にも、配当優先がある一定期間行われなかった場合には議決権を復活させる契約などさまざまな活用が期待できる。

④譲渡による当該種類の株式の取得について当該会社の承認を必要とすること

会社とは無関係な第三者が、容易に株主になってしまうことを避けるために設計される。不用意な乗っ取りなどを避けることができる反面、流動性に大きな制限が生じることとなる。とくに中小企業では、第三者による株式取得のデメリットが大きいいためか、旧商法時代よりほとんどケースで譲渡制限が設けられている。そして、会社法の下での「種類株式」制度においても一般的なものとなっており、現在も幅広く設定されている。

⑤当該種類の株式について、株主が当該株式会社に対してその取得を請求することができること

VCなどの投資家が保有する「種類株式」を、企業に対して取得を請求することができる。その対価として、他の株式や現金などが設定される。例えば、「種類株式」よりも普通株式を保有するほうが金銭的なメリットがある場合や議

決権制限などで不都合が生じた場合など、企業に対して「種類株式」の取得請求を行い、その対価として普通株式の発行を受ける。つまり、取得請求権が付与された株式の発行は、投資家にとって株式の無価値化を防ぐこともできることから、リスク軽減のインセンティブを投資家に与えることになる。とくに、非上場企業ではその効果は大きく、株式の流動性リスクの不安を株主から取り除くことができる。

⑥当該種類の株式について、当該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こと

前述の⑤取得請求権とは逆に、一定の事由によって、会社側に株式を取得する権利を有する。この場合、種類株主の同意は必要とされておらず、強制的に取得することが可能となる。会社側にとってみると、株主の選択や不都合な株主の排除なども可能となってしまうため、取得条件については慎重に定める必要がある。

また、外部投資家だけではなく、従業員に株式を付与するといった場面の活用も考えられる。例えば、会社と雇用契約を結んでいる期間のみ、取得条項が付与された株式を保有させ、退職を取得事由として株式を回収するようなケースである。この場合、中小企業など、過度の株式分散を防ぐことが可能となる。

⑦当該種類の株式について、当該株式会社が株主総会の決議によってその全部を取得できること

ベンチャー投資で「種類株式」を活用した企業がIPOを行う際には、取得請求権もしくは取得条項によって、上場までの間に普通株式への転換を行うことが一般的となっている。そこ

で、一定の事由が生じた場合に、個別に「種類株式」の取得を試みるのではなく、すべての当該「種類株式」について、企業が強制的に取得することで、普通株式への転換などを円滑に行うことができる。上述のような、IPOに向けた株主総会決議などと連動していることが多く、事前にその条件についても、細かく設定されている。

⑧株主総会において決議すべき事項のうち、当該決議のほか、当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議があることを必要とするもの

いわゆる拒否権が付されている「種類株式」のことであり、企業の重要な事項について、この権利を有する種類株主の同意がなければ、さまざまな重要事項を進めることができないものとなる。例えば、株式全体の保有比率とは関係なく、M&Aによる企業売却や事業譲渡、増資による希薄化の懸念などを防ぐことが可能となる。そのため、投資家にとっては、リスクを抑える極めて大きな力を持つこととなり、投資のインセンティブとなりうる。

⑨当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会において取締役又は監査役を選任すること

株式譲渡制限会社においてのみ有効な権利であり、取締役等を選ぶ権利が付与されるものである。これにより、取締役会における権利が、経営者側と投資家側のどちらが確保することになるかという点で、大きな影響を及ぼす。特に、ベンチャー企業のように取締役会の構成員が少ないような場合ほどその効果は高く、経営者にとっては慎重な検討が必要となる。

また取締役等の選解任権は、企業における内部統制機能も備わっている。なぜならば、この株式を保有する株主が選解任権を行使することによって、経営者に対するモラルハザードを回避させるような行動、つまり解任という危機感を持たせることが可能となる。したがって、経営コントロール権の付与は、投資家に対するモニタリング効果も期待できるということとなる。

これら9種類の「種類株式」の権利は、投資家にとって、経営に関与する権利（経営コントロール権）と金銭的な対価を要求する権利（キャッシュフロー権）というどちらか、もしくは両方を満たすためのものとなる。例えば、投資家が経営コントロール権を必要とするのならば、価値が低く配当が劣後の扱いであったとしても、取締役の選解任権が付与された株式を希望することが想定される。この投資家は経営に関与することが最大の関心事であるため、その要求を十分に理解しながら株式の設計を行う必要がある。ベンチャー投資の局面では、経営コントロール権を通じて企業価値を向上させ、それに伴い金銭的配当を得る（つまり、キャッシュフロー権を満たす）という点で、経営コントロール権、キャッシュフロー権を区別したメカニズムを留意することとなる。

3. 「種類株式」に関する先行研究

ベンチャー投資における「種類株式」と関連する研究として、代表的な理論にHellmann (1998) が挙げられる。同研究では、起業家を解任する権利など経営コントロール権をVCが掌握することで、ホールドアップ問題に対する

リスクの軽減が可能であることをモデルとして提示している。そのうえで、VCが十分なキャッシュフロー権を確保せずとも、経営コントロール権を得ることによって、ベンチャー企業の企業価値向上につながることを理論的に明らかにした。つまり、「種類株式」の一部である解任権をVCが確保する一方で、ベンチャー企業がその支配権を受け入れることは、双方にとって、企業価値を高める合理的な選択であることを示している。

実証的には、Kaplan and Strömberg (2003)らの研究により、転換権付き優先株式（「種類株式」の一つ）や投資契約によるベンチャー投資における有効性について、肯定的な実証結果を導いている。同研究によれば、米国における投資契約データを用いた実証分析を実施することで、投資ラウンドごとに契約の変化が見られることを明らかにした。また、起業家とVCの間のエージェンシー問題を抑えることができるように、取締役の選解任権などを活用することで、起業家のインセンティブを与えるような契約も確認されている。さらに、転換権付優先株式（convertible preferred stock）の利用頻度の高さなども指摘しながら、さまざまな権利が混在した契約の設計がなされていることを報告している。これは、キャッシュフロー権や経営コントロール権について、VCや発行企業が同一条件で設定しているのではなく、それぞれの交渉によって、独立的に設定されてきたことを示している。

また、同研究を踏まえたCumming (2005)は、カナダのVC投資について実証分析を行い、同国では、転換権付優先株式以外のものが広く使われている点を指摘した。他にも、転換権付優先株式などのVC投資契約における証券の選択

要因について、ベンチャー企業と投資家の特性に応じたエージェンシー問題を解決させるためであることも言及している。

一方、日本市場を対象とした場合、大杉・樋原 (2004) が、ベンチャー企業による種類株式の活用について、ケーススタディを活用したモデリングを提示している。同研究は、米国と日本におけるベンチャー契約に関する法整備を比較して、経営コントロール権が、キャッシュフロー権とは異なるメカニズムで契約される必要性を指摘している。そして、それらを満たす有効なツールとして、「種類株式」の活用を提案している。

それらの理論を踏まえて、幸田 (2009) が「種類株式」活用企業の特性を明らかにすることを目的に、日本を対象とした実証研究として、普通株式活用企業との比較検証を実施している。同研究では、ベンチャー企業の「種類株式」の発行が投資先企業の企業価値の向上に寄与することは確認できなかったが、同株式発行企業は、設立から上場までの期間が短くなることが確認された。また、「種類株式」はearly stageなどの早期の段階で発行される傾向が強いことも明らかとなったが、発行企業の社長年齢やオーナー持株比率などについて、その関係性が見られなかったことを報告している。しかしながら、同研究が取り扱った2004年～2007年にIPOした対象企業のうち、「種類株式」の発行が確認されたケースが14社と、統計的な説明においては課題が残るものとなった。つまり、2000年代当時において、同株式の活用が浸透していなかったことの裏付けとなっている。

その後、高橋・忽那 (2015) が、VC投資における優先株式の利用状況を踏まえた決定要因を分析している。同研究では、日本における優

先株式の利用が、金融危機時において、企業設立時などの局面やハイテク企業への投資に数多く行われていたことを明らかにしている。また、海外 VC の活用が多いことも明らかにしたうえで、同株式が情報の非対称性の軽減につながっていると結論付けた。

さらに、幸田 (2018) は、「種類株式」活用企業について再精査を行いながら、投資リスクとの関係に着目した実証的な検証を実施している。同研究の結果は、①「種類株式」の発行は、ベンチャー企業経営者の持株比率低下につながる。②「種類株式」を活用したベンチャー企業に対する VC が得る投資リターンは高くなる。③業績の変動が大きくリスクの高いベンチャー企業ほど、「種類株式」を活用している。という 3 点を明らかにした。

しかしながら、これらの研究は、既存のデータベースなどの限界から、「種類株式」活用の有無を中心としており、権利内容までは取り扱うことができていない。そこで、本研究は、これらの権利内容を新たに抽出することで、各「種類株式」の権利に対する効果を分析する。

4. 仮説の設定とリサーチ・デザイン

4.1 仮説の設定

本研究で明らかにしたいことは、日本のベンチャー投資において活用された「種類株式」のうち、どの権利が投資促進へとつながっているのか、という点である。そのため、先述の 9 つある「種類株式」の権利を分類したうえで、各変数にどのような影響があるのか実証分析を実施する。

本研究はその対象として、新規上場 (IPO) した企業を取り扱う。そもそも、ベンチャー企業の Exit としては、IPO に限定されず、M&A や解散という手段や結果も考慮しなければならない。しかし日本においては、M&A 比率が高まりつつあるものの、依然として IPO を目標とした VC 投資が実施されることが多い。そこで、本研究では、「種類株式」を活用した企業と活用していない企業の全体像が明確となる、IPO 企業をベンチマークとして活用することで、投資につながる権利内容を探索していく。

まず、「種類株式」を活用しようとするベンチャー企業は、将来の見通しについて、いくつかの課題を抱えていることが一般的である。その例としては、企業設立時やハイテク企業などの企業リスクが大きい場合 (幸田, 2009; 高橋・忽那, 2015) などがあてはまる。もともと投資先企業の将来性が高いと見込まれる場合には、とくに条件を設ける必要もなく、VC が出資を行い、普通株式の発行で十分である。しかしながら、評価が厳しい場合や、多額の資金を必要とするベンチャー企業を対象とした場合、通常の VC 出資による企業への資金提供が難しいこともある。そのような局面において、残余財産の分配などで優先的に配分を受ける権利が付与されている「種類株式」の発行は、投資リスクが軽減されることから、VC にとって投資しやすい環境となる。

また、取得請求権の付与についても、VC の投資リスク軽減につながるものが想定される。もし、投資先ベンチャー企業が上場を見据えて成長した場合に、普通株式へと転換することで、リターンを含めた株主としての権利を享受することができる一方で、それが叶わないような場合には、金銭を対価とする清算も可能である。

さらに、取得請求権ならびに、取締役や監査役の選解任権を付与することは、ベンチャー企業に対するモニタリング効果を持つことから、経営コントロール権を通じた情報の非対称性から生じ得る逆選択のリスクを軽減させることも可能とする (Cumming, 2005)。

いずれにしても、「種類株式」のもつ意味として、VC 等の投資家側に対して投資のインセンティブを与え、投資を促す効果が期待されるものである。そのため、「種類株式」の発行によって、IPO までの間に、多くの VC 参入が見込まれる。そこで、どの権利の設定が、IPO 時点の VC 数に影響を及ぼすのかを検証するため、以下の仮説を提示する。

仮説 1 : 「種類株式」の各種権利の設定によって、IPO 時点の VC 数が増える

つまり、特定の権利を「種類株式」の設計に組み込むことで、同株式を発行したベンチャー企業に対して投資を行った VC が増加するのかどうかを、明らかにするものである。

次に、VC による投資が促進されることで、結果的にベンチャー企業の成功につながったという意味において、IPO に至るまでの期間についても考慮する。これまでの研究では、「種類株式」が企業の設立時など早期の段階で発行されて、なおかつ、IPO までの期間が短くなることが報告されている (幸田, 2009)。これは、「種類株式」の発行に伴うキャッシュフロー権の効果から、投資リスクが小さくなり、VC の投資インセンティブが働くことを前提とする。そして、投資が進むことで十分な資金需要を満たすことができ、IPO までの成長速度を速めることができるのではないだろうか。他にも、「種類

株式」発行に伴う経営コントロール権によるモニタリングの影響も考えられる。例えば、VC などが取締役や監査役の選解任権を手にすることで、経営者にさまざまな要求や経営アドバイスの提供といったことが可能となる。その結果、ベンチャー企業の価値が高まり、成長を促し、上場までの期間を短縮すると考えられる。そこで、どの権利の影響によって、IPO までの期間に影響を及ぼすのかを明らかにするために、以下の仮説を設定する。

仮説 2 : 「種類株式」の各種権利の設定によって、企業設立から IPO までの年数が短くなる

最後に、VC 等の投資家側の視点から、Exit である IPO の成功に「種類株式」の権利が寄与するのかを検証する。ベンチャー企業の成長において、IPO はゴールではなく、資金調達の一側面でしかないものの、マーケットの評価という意味においては、一つの指標となる。そこで、IPO 時において、初値の騰落率 (アンダープライシング) が大きければ、投資の魅力が高いという側面もあることから、「種類株式」の権利との関係を考慮する。したがって、以下の仮説を設定する。

仮説 3 : 「種類株式」の各種権利の設定によって、初値の騰落率 (アンダープライシング) が大きくなる

本研究は、次節の推計式を用いることで、「種類株式」の各権利が IPO 時のそれぞれの変数に与える影響について、実証的に明らかにする。

4.2 推計モデル

本研究で扱う推計モデルは、以下3つのとお

$$VC_count\ i = \beta_0 + \beta_1 X_rights\ i + \beta_2 Employees_PreIPO,\ i + \beta_3 CEO_Age\ i + \beta_4 Sales_Growth\ i + \beta_5 Equity_Ratio\ i \quad (1)$$

$$Years_to_IPO\ i = \beta_0 + \beta_1 X_rights\ i + \beta_2 Employees_PreIPO,\ i + \beta_3 CEO_Age\ i + \beta_4 Sales_Growth\ i + \beta_5 Equity_Ratio\ i \quad (2)$$

$$Underpricing\ i = \beta_0 + \beta_1 X_rights\ i + \beta_2 Employees_PreIPO,\ i + \beta_3 CEO_Age\ i + \beta_4 Sales_Growth\ i + \beta_5 Equity_Ratio\ i \quad (3)$$

被説明変数として、仮説1から仮説3に対応するIPO時における変数をそれぞれ設定した。まず、VC_countは、IPO時における、当該ベンチャー企業に投資したVC数であり、いくつのVCがIPO時点に加わっていたのかを示している。Years_to_IPOは、企業の設立からIPOまでの年数を示しており、1年未満の端数については切り捨てている。Underpricingは、初期収益率と呼ばれるもので、(初値－公開価格)/公開価格によって算出した。

続いて、説明変数としては、X_rightsにて、「種類株式」の各権利をダミー変数として設定した。なお、今回の分析では、9つのすべての権利を対象とせず、①剰余金の配当 ②残余財産の分配 ③議決権の行使（議決権の制限）⑧拒否権 ⑨取締役や監査役の選解任権の5つとした。それら以外の4つの権利は、「種類株式」活用企業において、すべて設定されている、もしくは、まったく設定されておらず、特有の影響を分析するには適当ではなかったため、ダミー変数の設定はしていない。そして、5つの権利について、各変数を投入したモデルと、す

りである。

べての変数を同時に投入したモデルの双方を分析することで、被説明変数に対する影響を検証する。なお、すべての変数を考慮した場合の、多重共線性については、発生していないことを確認している。

また、VCの投資促進に影響を及ぼすと考えられる変数として、企業規模を示す、IPO時の従業員数であるEmployees_PreIPO、経営者属性を観察するための社長年齢であるCEO_Age、ベンチャー企業の成長性を示す売上高成長率であるSales_Growth、ガバナンスの状況を観察するために、自己資本比率であるEquity_Ratioを、それぞれコントロール変数として用いている。さらに、IPO年次ダミー、ならびに、業種ダミー（情報・通信業、サービス業、医薬品、小売業、その他業種）についても、それぞれコントロールしている。

4.3 データ

本研究における分析対象は、2022年4月から2024年12月までに東京証券取引所グロース市場に新規上場（IPO）した企業とする。今回の分

析は、東京証券取引所の2022年4月4日における市場区分再編後のみをデータとして抽出したため、2022年3月以前の旧マザーズなどは含まれていない。

データソースとしては、プロネクサス社発行『株式公開白書』各年版、および、対象とする全IPO企業の新規公開目論見書（新株式発行並びに株式売出届出目論見書）、登記簿の取得により、190件のデータを入手した。なお、登記簿の取得においては、「登記事件の処理中」を起因とする法人登記情報を確認できなかった企業がいくつか存在しており、これらは、権利の詳細が不明であるものとして取り扱い、分析対象から除外している。

さらに、9つの権利の中で、④譲渡制限については、会社法制定以前よりほぼすべての企業で設定がされており、「種類株式」特有の権利として差別化されているとは言えない状況にある。そのため、分析対象から除いた取り扱いをしている。

4.4 基本統計量

まず、「種類株式」を活用している企業数をまとめたものが、図表1である。この表から、東証グロース市場にIPO企業のうち、平均して4割程度のベンチャー企業が、④譲渡制限を

除く権利の設定を行った株式を発行していたことが確認できる。2000年代における「種類株式」を活用した企業の割合（2004～2007、全新興市場）が2.6%であったことを踏まえると（幸田、2009）、大幅な割合で増加している。

続いて、それぞれの「種類株式」の権利を分類して、それらの件数を示したものが、図表2である。各権利の状況を観察すると、「種類株式」を発行したほとんどの企業で、②残余財産の分配 ⑤取得請求権 ⑦全部取得条項が盛り込まれている。つまり、この3つの権利は、VC等の投資家が要求する「種類株式」の基準となっているものと推察される。やはり、企業の成長やIPOを想定しながら、普通株式への転換などを事前に考慮した設計であることが見てとれる。その一方で、他の権利についても、幅広く活用されている。注目すべき点としては、経営に関与する権利（経営コントロール権）よりも、金銭的な対価を要求する権利（キャッシュフロー権）に集中しており、VC等の関心がそちらにあるということも窺える。

本研究の分析に用いた基本統計量は、図表3のとおりである。

まず、IPO時点のVC数を見ると、0（つまり、VC投資なし）から最大28のVC投資というばらつきがあるものの、平均して4～5社程

図表1 IPO企業のうち、「種類株式」を扱っている割合（2022～2024）（東証グロース）

	IPO企業数	種類株式を上場前に活用した企業数	比率
2022	60	27	45%
2023	66	24	36.4%
2024	64	30	46.9%
計	190	81	42.6%

（注）「種類株式」活用企業の中で、④譲渡制限のみの設定企業は除く。

（出所）各企業の目論見書（新株式発行並びに株式売出届出目論見書）より集計。

図表2 「種類株式」発行企業における各種権利の内訳 (2022~2024) (東証グロース)

	種類株式を上 場前に活用し た企業数	事件	①剰余金 の配当	②残余財産 の分配	③議決権 の制限	⑤取得請 求権	⑥取得条項	⑦全部取得 条項	⑧拒否権	⑨取締役や 監査役の 選解任権
2022	27	8	13	19	2	19	2	16	5	3
2023	24	5	7	17	5	19	2	19	2	2
2024	30	4	11	25	1	25	1	26	1	1
計	81	17	31	61	8	63	5	61	8	6

(注) 1) ④譲渡制限のみの設定企業は除く。

2) 事件は、「登記事件の処理中」により、権利情報を入手できなかった企業数を示している。

(出所) 各企業の登記簿データより集計。

図表3 基本統計量

	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
VC_count	173	4.2717	5.7000	0	28
Years_to_IPO (年)	173	12.9538	8.0274	2	43
Underpricing (%)	172	61.8744	78.1291	-16.6	430
rights_dividend	173	0.1792	0.3846	0	1
rights_liquidation	173	0.3526	0.4792	0	1
no voting rights	173	0.0462	0.2106	0	1
rights_veto	173	0.0462	0.2106	0	1
rights_boardcontrol	173	0.0347	0.1835	0	1
Employees_PrelIPO, (人)	173	459.7977	1,850.8420	10	22,471
CEO_Age	173	48.2023	9.7426	26	75
Sales_Growth (%)	164	46.0963	99.9031	-44.6	1,214
Equity_Ratio (%)	173	43.9532	25.8072	-95.3	97

度の VC 投資が行われていることになる。また、上場までの期間は、最短2年から最長43年とその平均は12年となっており、こちらのばらつきも大きい。そして、初値の騰落率（アンダープライシング）については、これまでの先行研究でも一貫して高いことが報告されており（岡村, 2013; Funaoka, 2025; 金子, 2019など）、それらと同様に総じて高いことが確認される。

5. 分析結果

推計モデルを検討する前に、それぞれの変数を「種類株式」活用の有無において比較をした

ものが、図表4である。IPO時点のVC数とIPOまでの年数、投資先企業の社長年齢において、有意な違いが見て取れる。

まず、「種類株式」を活用した企業は、IPO時点のVC数が平均で8社程度と、そうでない企業平均2社に比べて大幅に多くなっている。つまり、VCの関与があるほど、「種類株式」を活用していることが示唆される。ただし、すべてのVCが「種類株式」を活用しているとは限らないことも、合わせて確認されている。そして、同株式活用企業は、IPOまでの期間が短くなるということは、成長速度の加速につながることも考えられる。最後に、社長年齢の若い

図表4 分析に用いた変数の比較

Var	「種類株式」活用企業 n=81	普通株式のみの企業 n=109	p-value
	Mean (SD)	Mean (SD)	
VC_count	8.05 (6.94)	1.99 (3.12)	<0.001
Years_to_IPO (年)	9.91(4.79)	14.86(8.91)	<0.001
Underpricing (%)	71.42(81.14)	57.00(74.85)	0.208
Employees_PreIPO, (人)	227.62(465.75)	589.54(2294.02)	0.164
CEO_Age	45.02(9.48)	49.87(9.43)	<0.001
Sales_Growth (%)	62.7(92.14)	43.94(123.06)	0.265
Equity_Ratio (%)	47.65(31.14)	41.79(21.58)	0.127

ほうが「種類株式」の活用が見られることから、通常とは異なる権利の設定に対する抵抗感の違いによるものなのかもしれない。また、他の変数についても有意ではないものの、一定の傾向が示唆されるものであり、大変興味深い結果となっている。

この特徴の抽出において、幸田（2009）と比較すると、IPO までの期間が短くなるという点では整合的である。また、社長年齢については、以前は関係性が見られないものであったが、最新のデータでは、新たに確認できたものである。

では、仮説1である「「種類株式」の各種権利の設定によって、IPO 時点の VC 数が多くなる」を検証する。それぞれの権利のダミー変数について、IPO 時点の VC 数を被説明変数として推計した結果が、図表5である。

この結果によると、①剰余金の配当 ②残余財産の分配 ③取締役や監査役の選解任権の係数において、正の値で有意な結果を示唆している。これは、ベンチャー企業が、これらの権利が明記された「種類株式」の発行を行うことで、参加する VC が増加して、そのうえで IPO に至った可能性があるということである。とくに、②残余財産の分配は、他の変数よりも影響が強い。ということは、倒産などによって資金回収

ができなくなることを避けるために、優先的な残余財産を受けとれる権利を設定し、そのリスクを最小限にしようとした可能性が高い。結果的に、普通株式による投資が難しいと判断した VC などが、この条件をインセンティブとすることで、投資に応じることができたと考えることができるのではなかろうか。つまり、残余財産の分配というキャッシュフローに関する権利によって、多くの VC に対する投資誘因となっている可能性がある。したがって、仮説1である「「種類株式」の各種権利の設定によって、IPO 時点の VC 数が多くなる」に影響を及ぼす権利は、②残余財産の分配であると、結論付けることができる。

次に、仮説2である「「種類株式」の各種権利の設定によって、企業設立から IPO までの年数が短くなる」を検証するために、企業設立から IPO までの年数を被説明変数とした回帰分析の結果が図表6である。

それによると、①剰余金の配当 ②残余財産の分配 ③議決権の行使（議決権の制限）という係数において、負の値で有意な結果を示唆している。つまり、剰余金の配当や残余財産の分配といった、キャッシュフロー権の確保によって、VC などによる投資が促進されたという解

図表5 「種類株式」の権利がIPO時のVC数に与える影響

VC_count	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
rights_dividend	4.092 [3.55]***					-0.196 [-0.14]
rights_liquidation		5.8789 [7.04]***				6.0696 [5.64]***
no voting rights			0.0408 [0.02]			-1.3591 [-0.69]
rights_veto				2.7565 [1.18]		-1.6302 [-0.40]
rights_boardcontrol					3.542 [1.74]*	0.9188 [0.25]
Employees_PreIPO,	0.0001 [0.30]	0.0001 [0.63]	0 [0.18]	0 [0.17]	0 [0.18]	0.0001 [0.65]
CEO_Age	-0.0775 [-1.65]	-0.0261 [-0.60]	-0.1015 [-2.10]**	-0.0956 [-1.98]**	-0.0918 [-1.91]*	-0.0269 [-0.61]
Sales_Growth	0.0046 [1.03]	0.0032 [0.78]	0.0033 [0.71]	0.0034 [0.73]	0.0031 [0.68]	0.003 [0.73]
Equity_Ratio	0.0066 [0.37]	0.0049 [0.30]	0.0132 [0.71]	0.0123 [0.66]	0.0107 [0.58]	0.0041 [0.25]
Constant	6.1872 [2.61]***	2.3988 [1.07]	8.097 [3.36]***	7.6219 [3.15]***	7.345 [3.04]***	2.5361 [1.12]
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R-squared	0.139	0.297	0.068	0.076	0.086	0.281
Observations	164	164	164	164	164	164

(注) [] 内はt値である。そして, *** は1%水準, ** は5%水準, * は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 各企業の登記簿データ, プロネクサス社発行『株式公開白書』各年版より集計。

積ができる。

また、議決権の行使（議決権の制限）において負の値で有意であるということは、VCは議決権がない状態で、IPOの成長速度が高まっていることを示唆するものである。これは、他の権利変数である、⑧拒否権や⑨取締役や監査役の選解任権などの影響が観察されないことから、VCによる経営コントロール権の確保は、投資先ベンチャー企業の成長につながっていない可能性もある。しかしながら、この結果は、VC関与によるモニタリング効果の先行研究と整合的ではないことから、検討の余地が残る。とはいえ、本検証結果によって、VCの関心は、

経営コントロール権の確保よりもキャッシュフロー権にあるということが示唆される。

したがって、仮説2である「『種類株式』の各種権利の設定によって、企業設立からIPOまでの年数が短くなる」に影響を及ぼす権利は、②残余財産の分配であると、結論付けることができる。

最後に、仮説3である「『種類株式』の各種権利の設定によって、初値の騰落率（アンダープライシング）が大きくなる」を検証したモデルの分析結果が、図表7である。

表を確認すると、①剰余金の配当に限って、正の値で10%有意の結果を示している。これは、

図表6 「種類株式」の権利がIPOまでの年数に与える影響

Years_to_IPO	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
rights_dividend	-3.512 [-2.27]**					-0.582 [-0.29]
rights_liquidation		-3.6845 [-3.00]***				-3.4646 [-2.21]**
no voting rights			-5.8662 [-2.10]**			-4.6423 [-1.62]
rights_veto				-0.0226 [-0.01]		-0.0246 [-0.00]
rights_boardcontrol					-0.1977 [-0.07]	2.0502 [0.39]
Employees_PreIPO,	-0.0006 [-1.81]*	-0.0006 [-1.93]*	-0.0005 [-1.68]*	-0.0005 [-1.70]*	-0.0005 [-1.70]*	-0.0006 [-1.89]*
CEO_Age	0.3083 [4.89]***	0.2817 [4.43]***	0.3243 [5.18]***	0.3289 [5.16]***	0.3284 [5.14]***	0.2829 [4.44]***
Sales_Growth	-0.0129 [-2.13]**	-0.0116 [-1.95]*	-0.0116 [-1.92]*	-0.0118 [-1.92]*	-0.0117 [-1.92]*	-0.0118 [-1.97]*
Equity_Ratio	-0.0371 [-1.54]	-0.0375 [-1.58]	-0.0457 [-1.90]*	-0.0428 [-1.75]*	-0.0426 [-1.74]*	-0.0406 [-1.70]*
Constant	0.8168 [0.26]	2.7479 [0.84]	-0.2072 [-0.07]	-0.8221 [-0.26]	-0.7838 [-0.24]	2.8631 [0.87]
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R-squared	0.219	0.238	0.215	0.192	0.192	0.237
Observations	164	164	164	164	164	164

(注) [] 内はt値である。そして, *** は1% 水準, ** は5% 水準, * は10% 水準で有意であることを示す。

(出所) 各企業の登記簿データ, プロネクサス社発行『株式公開白書』各年版より集計。

剰余金の配当という権利の設定がなされた「種類株式」を発行することで、IPO時の価格形成に影響を与えて、初値の騰落率（アンダープライシング）が大きくなったことを意味する。

この背景としては、マーケットの評価という意味において、投資の魅力が高い企業であるということや、配当に対する意識の高いベンチャー企業であり、今後の配当に対する期待を持つことができるという、肯定的な捉え方が可能である。しかしながら、その一方で、公開価格の設定に課題があったという否定的な評価も考えられる。つまり、配当を優先などの権利を一部の投資家に与えたことで、市場における情

報の非対称性が大きくなり、結果として、初値の騰落率（アンダープライシング）が大きくなったのではないかというものである。

したがって、仮説3である「『種類株式』の各種権利の設定によって、初値の騰落率（アンダープライシング）が大きくなる」に影響を及ぼす権利は、①剰余金の配当であると、結論付けることができる。

6. おわりに

本研究では、ベンチャー投資における「種類株式」の発行において、どのような権利が投資

図表7 「種類株式」の権利がアンダープライシングに与える影響

Underpricing	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
rights_dividend	30.440 [1.82]*					38.684 [1.78]*
rights_liquidation		14.0794 [1.05]				0.2025 [0.01]
no voting rights			-32.6086 [-1.09]			-50.7 [-1.63]
rights_veto				32.4865 [1.00]		76.1276 [1.19]
rights_boardcontrol					12.0475 [0.42]	-66.9287 [-1.17]
Employees_PreIPO,	-0.001 [-0.31]	-0.001 [-0.31]	-0.0012 [-0.35]	-0.0013 [-0.38]	-0.0013 [-0.38]	-0.0009 [-0.27]
CEO_Age	-0.7677 [-1.14]	-0.7553 [-1.09]	-0.9557 [-1.42]	-0.8579 [-1.27]	-0.8952 [-1.32]	-0.784 [-1.14]
Sales_Growth	-0.0153 [-0.24]	-0.0251 [-0.39]	-0.0236 [-0.36]	-0.0239 [-0.37]	-0.0252 [-0.39]	-0.0059 [-0.09]
Equity_Ratio	0.2285 [0.89]	0.258 [1.00]	0.2621 [1.02]	0.2672 [1.04]	0.2699 [1.04]	0.2102 [0.81]
Constant	105.8917 [3.12]***	105.8147 [2.96]***	122.5039 [3.65]***	113.3175 [3.34]***	116.4212 [3.41]***	108.6535 [3.05]***
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R-squared	0.090	0.077	0.077	0.076	0.071	0.091
Observations	163	163	163	163	163	163

(注) [] 内はt値である。そして, *** は1%水準, ** は5%水準, * は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 各企業の登記簿データ, プロネクサス社発行『株式公開白書』各年版より集計。

促進へとつながっているのかを明らかにすることを目的に、実証的な検証を行った。具体的には、VC等の投資家側に投資インセンティブを与えたのかどうかを検討するため、IPO時点のVC数、IPOまでの期間、初値の騰落率（アンダープライシング）への影響を及ぼす権利を確かめたものである。

得られた結果は、次の2点にまとめることができる。①残余財産の分配といった、キャッシュフロー権に関わる「種類株式」の発行は、IPO時までのVC増加につながりながら、IPOまでの期間が短くなる。②剰余金の配当という権利の「種類株式」の発行は、IPO時の初値の

騰落率（アンダープライシング）が大きくなる。

これらの結果の含意として、ベンチャー企業による「種類株式」発行の目的は、経営コントロール権よりもキャッシュフロー権のほうに重点が置かれていることが推察される。そのため、日本のベンチャー企業は、資金調達において、経営に対する関与をVCに与えるよりも、投資家のキャッシュに対するリスクを低減するような方策を提案したほうがよいということを唆するものである。

また、本研究は、「種類株式」の実証研究として、先行研究におけるデータ数の制約や、各種権利の分析上の制約を大きく補完するもので

ある。したがって、ベンチャー企業の資金調達における「種類株式」活用の一つの指針を提示するという点で、実務的にも意義がある。さらに本研究が、将来の「種類株式」活用の促進を通じて、ベンチャー市場の活性化へとつながることを期待したい。

一方で、残された課題もある。まず、本研究の分析では、「種類株式」発行したタイミングとIPOに至るまでの時間的な流れについて考慮することができていない。例えば、残余財産の分配などの権利を設定した「種類株式」発行以前より、多くのVCなどが参入していた可能性について、否定ができない。また、データの制約のため、2022年4月以降のIPOに限定しているものの、それ以前の期間を含めた分析も行う必要がある。さらに、株式所有構造に伴うガバナンスについての観点なども、組み込んだ検証も必要となる。

なお、本研究の実施にあたって、それぞれの「種類株式」の権利分類に当てはまらないような、戦略的な設計が施された株式の発行も散見されており、そこには、VCによるモニタリングを強化するものやExitの期限を設けるものなど、大変興味深いものも多かった。そこで、今後、この点を考慮した検証を進めることで、「種類株式」の権利の持つ意味について、いっそう深めていきたい。

参 考 文 献

- Cumming, D.J. (2005), "Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting," *Journal of Business Venturing*, 20(5), pp.573-622.
- Funaoka, K., & Yao, Z. (2025), "Determinants of family firm IPO underpricing: Evidence from Japan," *Japan and the World Economy*, 73, 101294.
- Hellmann, T. (1998), "The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts," *Rand journal of Economics*, 29, pp.57-76.
- Kaplan, S.N. and Strömberg, P. (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts," *Review of Economic Studies*, 70, pp.281-316.
- 磯崎哲也 (2010)『起業のファイナンス』日本実業出版社。
- 大杉謙一・樋原伸彦 (2004)「ベンチャー企業における種類株式の活用と法制—「法と経済学」の視座からの具体的提案—」江頭憲治郎・武井一浩編『上級商法・閉鎖会社編』商事法務, 246-266頁。
- 岡村秀夫 (2013)『日本の新規公開市場』東洋経済新報社。
- 金子隆 (2019)『IPOの経済分析—過少値付けの謎を解く—』東洋経済新報社。
- 河村尚志 (2005)「定款による支配分配と種類株式の活用」『法学論叢』京都大学法学会, 第157巻 第2号, 74-100頁。第4号, 80-101頁。第6号, 50-75頁。
- 久留島隆 (2004)「平成13年および14年改正商法と種類株式の多様化」『横浜国際経済法学』横浜国際経済法学会, 第12巻第2号, 1-39頁。
- 幸田圭一郎 (2009)「種類株式を活用したIPO企業の特性の考察」『立命館経営学院生論集』立命館大学経営学会, 第6号, 26-50頁。
- 幸田圭一郎 (2018)「IPO企業における種類株式活用の実証分析」『広島経済大学経済研究論集』広島経済大学, 第41巻 第2・3号, 75-91頁。
- 幸田圭一郎 (2019)「ベンチャーキャピタルの投資行動に関する実証分析」立命館大学, 博士学位申請論文。
- 高岡義幸 (2009)「種類株式から見た株式会社の設計

思想—コーポレート・ガバナンス体制の変化』『広島経済大学経済研究論集』広島経済大学, 第32巻 第1号, 29-46頁。

高橋秀徳・忽那憲治 (2015) 「ベンチャーキャピタル投資における優先株式の利用」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 第53巻 5号, 15-24頁。

谷川寧彦 (2009) 「会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第68号, 1-13頁。

帝国データバンク (2011) 「平成22年度ベンチャー企業による資金調達の実態に関する調査—調査報

告書—」帝国データバンク。

都井清史 (2018) 『種類株式を活用した事業承継・相続対策』きんざい。

中村廉平・藤原総一郎 (2007) 「中小企業の M&A と種類株式を利用した事業承継スキームの検討」『旬刊金融法務事情』金融財政事情研究会, 第55巻第29号, 26-32頁。

株式会社ジャパンベンチャーリサーチ (2016) 「日本における優先株式の利用実態調査」(2016年4月13日)。

(広島経済大学経営学部准教授)