

NO&T Capital Market Legal Update

キャピタルマーケットニュースレター

2024 年 1 月 No.32

キャピタルマーケット 2023 年の振り返りと 2024 年の展望

弁護士 木村 聡輔/斉藤 元樹/糸川 貴視/水越 恭平/宮下 優一/北川 貴広

はじめに

2023 年は、新型コロナウイルス感染症の位置づけの 5 類への引下げ、金利・物価・賃金・為替動向、ウクライナ情勢・中東情勢、欧米の金融機関の経営破綻、米国の ESG を巡る対立など、日本の資本市場にマクロレベルで影響を及ぼす要因が多数ありました。また、上場企業のあり方を改めて考えさせられるような制度改革や案件なども見られました。2024 年には、1 月に石川県能登地方で大規模な地震が発生し、経済への影響も懸念されるところです。

本ニュースレターでは、新年の初回号として、キャピタルマーケット分野の以下の主要トピックについて、2023 年の動向を振り返るとともに、2024 年の展望をご紹介します。

トピック

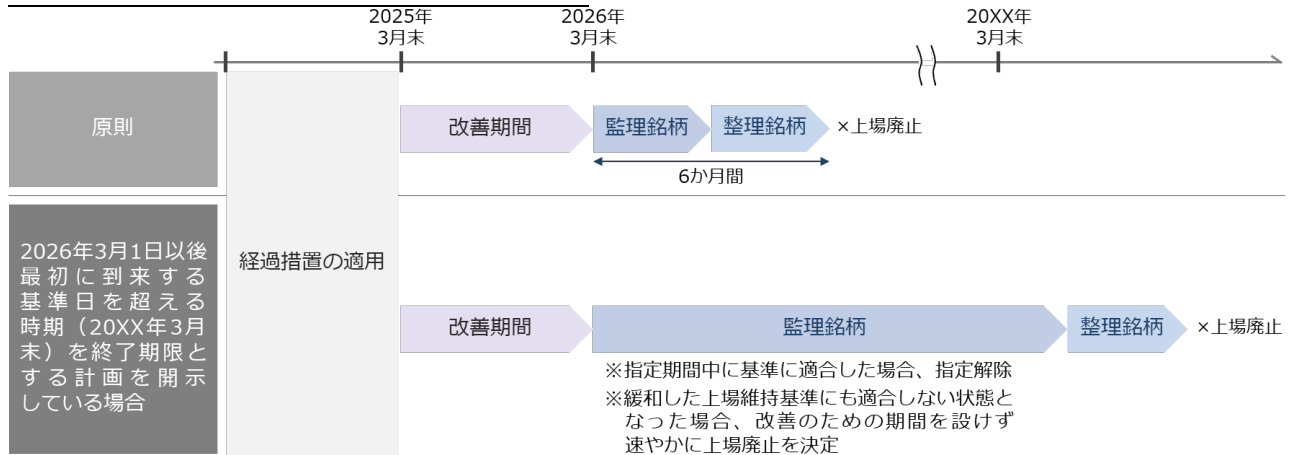
1. 市場区分の見直し・資本コストや株価を意識した経営
2. 四半期開示
3. 「重要な契約」の開示規制
4. サステナビリティ開示
5. サステナブルファイナンス
6. IPO の最新動向
7. REIT の最新動向
8. セキュリティトークンオフリング
9. その他

市場区分の見直し・資本コストや株価を意識した経営

① 2023 年の振り返り

2023 年は、2022 年 4 月に実施された東京証券取引所（以下「東証」）の新市場区分への移行を受けて、その実効性向上に向けて、上場会社の企業価値向上に向けた取組みへの促進が進んだ年でした。2023 年 1 月には、東証より、市場区分移行後の上場維持基準に関する経過措置の終了時期が発表され、2025 年 3 月 1 日以後に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から、市場区分移行後の本来の上場維持基準が適用されることになりました。また、これに伴い、プライム市場の上場会社を対象に、2023 年 4 月 1 日から同年 9 月 29 日までの 6 ヶ月間（特例期間）、スタンダード市場への上場選択の機会が設けられました¹。

¹ 東証の市場区分の見直しに関する過去のニュースレター等（キャピタルマーケットニュースレター No. 23 等）は[当事務所のウェブサイト](#)をご参照ください。

(参考) 3月末決算会社における想定スケジュール

また、2023年3月には、東証より、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が要請（以下「本要請」）されました。これは、日本の上場会社においては、例えば、PBRが1倍を割れている上場会社が多くあることなどを背景に、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を行った上で、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組み等を開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことを目的とするものです²。

これらの施策を受けて、上場維持基準との関係では、特例期間中、177社のプライム市場上場会社がスタンダード市場への上場を再選択しています³。資本コストや株価を意識した経営との関係では、2023年7月中旬時点で、プライム市場上場会社（3月期）の31%において要請を踏まえた開示が行われる⁴など、各企業において取組みが進められています。

② 2024年に向けて

上場維持基準との関係では、2023年5月31日時点で経過措置の対象となっている会社（市場区分移行後の上場維持基準を充足していない会社）は合計379社となっており³、2025年の経過措置の終了が迫るにつれ、これらの会社を中心に今後の動向が注目されます。特に、基準に適合していない会社の多くは流通株式時価総額・流通株式比率に係る基準に適合していないところ、これらを改善するための方策（自己株式取得や、金融機関や大株主による保有株式の売却⁵など）は今後も引き続き活発に行われることが予想されます。

資本コストや株価を意識した経営との関係では、[2023年10月26日付の東証の資料](#)によれば、今後、東証から、開示企業一覧（2024年1月15日開始。以後毎月更新予定）、対応のポイント・取組み事例（2024年1月を目処）がそれぞれ公表される予定です。当該資料には、本要請を受けた上場会社の取組みに対する投資家等からのフィードバックも紹介されています。そこでは、今後の改善に向けたポイントとして、例えば、①シニアマネジメントが株主と同じ目線で企業価値向上に向けたインセンティブを持つことが重要であり、そのようなKPIに連動した役員報酬の導入を進めるべきとの意見、②具体的な取組みは今後改めて公表すると開示する場合でも、現在の

² なお、当該要請は、中長期的な企業価値向上の実現に向けた取組みや株主・投資者との建設的な対話を促進するための施策であり、既にPBR1倍を超えている場合であっても、全てのプライム市場・スタンダード市場上場会社に対応を要請されている点には留意が必要です。また、開示の形式・書類は一律に定められていないものの、いずれの形式でも開示した場合には、コーポレートガバナンス報告書において「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」というキーワードとともに、開示している旨や閲覧方法について記載することが要請されています。

³ [2023年10月11日付の東証の発表](#)をご参照ください。

⁴ [2023年10月26日付の東証の発表](#)をご参照ください。取組み等を開示した企業が20%、検討中と開示した企業が11%とされています。

⁵ 具体的方法としては、国内売出しの他、グローバルオファリングによる売出し、海外売出し（いわゆるABBによる売出しを含む。）、ブロックトレード、立会外分売、第三者との相対取引など、様々な手法が想定されると思いますが、それぞれの手法にメリット・デメリットがありますので、個社の状況を十分踏まえた上で適切な手法を選択することが重要です。

検討状況や、取組みの開示時期について、できる限り具体的に記載するとよいとの意見、③分析・評価・目標設定に用いる指標はレバレッジを上げることで操作ができる ROE ではなく、ROIC をより重視すべきといった意見が紹介されており、今後の対応に向けた参考となります。

四半期開示

① 2023 年の振り返り

2022 年 12 月に公表された[金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」](#)（以下「22 年 12 月 DWG 報告」）を踏まえた、第 1・第 3 四半期報告書の廃止と四半期決算短信への一本化に係る金商法改正が 2023 年 11 月に成立しました。同年 12 月には金融庁による企業内容等開示府令や企業内容等開示ガイドライン等の関連する政令・内閣府令案等の[パブリックコメント](#)、東証による関連する上場制度の見直し等の[パブリックコメント](#)がそれぞれ開始されています。また、年度の財務諸表の監査を実施する監査人が行う期中レビューの全てに適用される四半期レビュー基準を策定することを目的として企業会計審議会監査部会がとりまとめた「四半期レビュー基準の期中レビュー基準への改訂及び監査に関する品質管理基準の改訂について（公開草案）」の[パブリックコメント](#)も開始されています。

② 2024 年に向けて

新しい四半期決算短信の開示は、3 月期決算会社の第 1 四半期及び 9 月期決算会社の第 3 四半期から順に開始されます⁶。従来の第 2 四半期に係る四半期報告書及び四半期決算短信については基本的に現在の取扱いが維持されます。

一本化後の第 1・第 3 四半期決算短信は、「サマリー情報」と「添付資料」で構成されます。サマリー情報は、投資者の投資判断に重要な影響を与える上場会社の四半期決算の内容を、一覧性及び比較可能性を確保する観点から簡潔に取りまとめるもので、所定の参考様式に基づいて作成する必要があります。また、サマリー情報に記載される主要な決算数値を投資者が適切に理解できるようにするために、その添付資料として、経営成績等の概況並びに四半期財務諸表又は四半期連結財務諸表の記載が義務付けられます。このうち、四半期財務諸表等として記載すべき具体的な項目は以下のとおりです。

【第 1・第 3 四半期決算短信の四半期財務諸表等の開示項目】⁷

- | | |
|----|---|
| a. | 四半期連結貸借対照表 |
| b. | 四半期連結損益計算書及び四半期連結包括利益計算書又は四半期連結損益及び包括利益計算書 |
| c. | 継続企業の前提に関する注記 |
| d. | 株主資本の金額に著しい変動があった場合の注記 |
| e. | 会計方針の変更、会計上の見積りの変更、修正再表示に関する注記 |
| f. | 四半期連結財務諸表の作成に特有の会計処理に関する注記 |
| g. | セグメント情報等の注記 |
| h. | キャッシュ・フローに関する注記（任意に四半期連結キャッシュ・フロー計算書を開示する場合を除く） |

そして、第 1・第 3 四半期に係る四半期財務諸表等の公認会計士等によるレビューは、従来、四半期報告書においては義務的であったものが、一本化後の第 1・第 3 四半期に係る四半期決算短信における四半期財務諸表等に関しては原則として任意となります。この点、直近に公表した第 1・第 3 四半期に係る四半期財務諸表等について公認会計士等によるレビューを得ていない企業が株式・債券等の公募等を行う場合には、投資家に対してより正確な情報提供を行う観点から、基本的に、当該四半期財務諸表等の公認会計士等による任意のレビューを求めることが望ましいように思われます。

⁶ 改正後の決算短信に関する適用時期については、東証「[\(参考\) 改正規則の適用時期](#)」（2023 年 12 月 18 日）をご参照ください。

⁷ 四半期連結財務諸表を作成している会社を前提とします。

但し、以下のいずれかの場合、その後に開示する四半期累計期間（第2四半期を除く。）に係る四半期財務諸表等に対し、公認会計士等によるレビューが必須とされます。

【第1・第3四半期レビューが必須になる場合】

- | | |
|----|--|
| a. | 直近の有価証券報告書、半期報告書又は四半期決算短信（レビューを受ける場合）において、無限定適正意見（無限定の結論）以外の監査意見（レビューの結論）が付される場合 |
| b. | 直近の内部統制監査報告書において、無限定適正意見以外の監査意見が付される場合 |
| c. | 直近の内部統制報告書において、内部統制に開示すべき重要な不備がある場合 |
| d. | 直近の有価証券報告書又は半期報告書が当初の提出期限内に提出されない場合 |
| e. | 当期の半期報告書の訂正を行う場合であって、訂正後の財務諸表に対してレビュー報告書が添付される場合 |

見直し後の四半期決算短信については、仮に虚偽記載があったとしても、金商法上の継続開示書類のように、民事上の損害賠償責任に関する特別な規定や課徴金の対象となるわけでもありません。この点に関して、22年12月DWG報告においては、「一本化」後の四半期決算短信の虚偽記載に対しては、まず取引所において、エンフォースメントをより適切に実施していくことが考えられるとの指摘がされていました。かかる観点から、一本化後の四半期決算短信に対する上場規則の実効性の確保を目的として、①会計不正等の疑義が生じた場合への適用を想定した、上場会社による調査及び調査結果の報告・開示義務が新設されるほか、②公認会計士等との情報連携の強化に係る上場会社の協力義務の規定も新設されます。

今回の第1・第3四半期開示の四半期決算短信への一本化は、基本的に従来四半期報告書で開示・対応していた事項を四半期決算短信に移管することを目的とするものであるといえます。一本化後の第1・第3四半期決算短信は、従来の速報性に特化された決算短信とは異なり、「決算発表の早期化の要請」の対象ではなくなります。その上で、上場会社は、適切な時期に四半期決算の開示を行うことができるよう、必要な社内体制の整備及び充実に取り組むことが期待され、かつ、決算の内容が定まったときに、その内容を直ちに開示することが義務付けられます。具体的な期限としては、半期報告書の法定提出期限に準じて、各四半期終了後45日以内に開示することが原則となり、これは基本的に従来の提出期限と同様です。

このように全体として作成すべき情報や開示期限は従来の制度と同様といえますが、関連する規則・基準には大きな変容が見られるほか、第1・第3四半期決算短信の構成は大きく変わることになりますので、上場会社各社においては、本年から始まる四半期開示について十分に余裕をもって準備を始めることが必要です。

「重要な契約」の開示規制

① 2023年の振り返り

2022年6月に公表された[金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」](#)を受けて、2023年6月、金融庁より、いわゆる「重要な契約」についての有価証券報告書等での開示を求め、また、財務上の特約が付されたローン契約・社債に関する臨時報告書の提出事由を追加するための企業内容等開示府令等の改正案が公表され、パブリックコメントに付されました。その後、2023年12月にパブリックコメントの結果とあわせて改正案の最終化が[公表](#)されました。

今回の改正により、新たに①企業・株主間のガバナンスに関する合意⁸、②企業・株主間の株主保有株式の処分・買増し等に関する合意⁹及び③財務上の特約が付されたローン契約・社債に関する事項が「重要な契約」として有価証券報告書等での開示が必要となる旨が明記され、さらに、③財務上の特約が付されたローン契約・社債に関する事項に関する臨時報告書の提出事由が新たに追記されることとなりました。

実務的なインパクトという意味では、実際に改正対応が必要となるタイミングについても注目されていましたが、最終化に当たり一定の経過措置が設けられるに至りました。具体的には、有価証券報告書への「重要な契約」に関

⁸ (a)役員候補者指名権の合意、(b)議決権行使内容を拘束する合意及び(c)事前承諾事項等に関する合意

⁹ (a)保有株式の譲渡等の禁止・制限の合意、(b)保有株式の買増しの禁止に関する合意、(c)株式の保有比率の維持の合意及び(d)契約解消時の保有株式の売渡請求の合意

する事項の記載は 2025 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から必要とされました。さらに、2024 年 3 月 31 日より前に締結された「重要な契約」に関する事項については、2025 年 4 月 1 日より前に開始する事業年度に係る有価証券報告書までは記載の省略が可能（事業年度末が 3 月末の会社であれば、2026 年 3 月 31 日に終了する事業年度に係る有価証券報告書から記載すればよい）とされており、既存契約についての準備期間が設けられています。また、臨時報告書については、2025 年 4 月 1 日以後に提出される臨時報告書から適用されるとしつつ、2024 年 3 月 31 日より前に締結されたローン契約については、財務上の特約に変更があった場合等でも、2026 年 3 月 31 日までは臨時報告書の提出は不要とされています。

② 2024 年に向けて

今回の改正は、同様の開示制度を有する諸外国と比較しても不十分な開示しか行われていないといった指摘も踏まえて実施されたものであり、投資者の投資判断にとって有用な開示の促進が期待できる一方、従来、対外的に開示されることを前提としていなかった契約についても開示対象となりうる点、開示対象となる契約の範囲が必ずしも明確ではないと思われる点、開示対象となった場合に必要な開示内容についてもやはり明確ではない点など種々の議論を呼んでいました。

この点については、2023 年 12 月の最終化・パブリックコメントの結果を踏まえて、一部について開示範囲の限定・明確化が図られるなど相応の手当がなされたところですが、例えば、実際の開示内容として、どの程度の記載が必要かといった点については未だ不明確です。この点に関連して、金融庁は、今後、開示の好事例の公表等を通じて具体的な開示方法の例示を行う予定としているものの、そのような実例が表れる前（とりわけ規制適用の初年度）においては、各社が独自に適切な記載を検討せざるを得ないところです。実務上は、開示対象となる「重要な契約」の内容自体につき個別性が高いこともあいまって、自社が締結している契約のうち新たに開示対象となりうる契約の洗い出し、具体的な開示内容、かかる開示を行うことに伴う契約相手方の同意等の追加対応の要否の検討など、検討すべき点は多く、早期の検討が望まれるところです。

また、経過措置で示されたとおり、「重要な契約」が 2024 年 3 月 31 日より前に締結されたか否かで開示上の取扱いが異なりますので、直近で「重要な契約」に該当する契約の締結を予定している場合には、締結日が 2024 年 3 月 31 日の前後いずれになるかという点についても意識するのがよいと思われます。

サステナビリティ開示

① 2023 年の振り返り

2023 年はサステナビリティ開示の「法定開示」化に至った大きな節目の年でした。日本では、企業内容等開示府令等が改正され、2023 年 3 月期以降の有価証券報告書等からサステナビリティに関する考え方及び取組みを開示することが義務付けられました。そして、義務化後の各企業の有価証券報告書においては、その個別の状況を踏まえて、様々な工夫を凝らした開示がなされました。

国際的にも、2023 年 6 月に、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB: International Sustainability Standards Board）から、IFRS サステナビリティ開示基準として、IFRS S1 号「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項」及び IFRS S2 号「気候関連開示」が公表されました。IFRS サステナビリティ開示基準は、乱立しているとも言われる各種のサステナビリティ開示基準の統一化を図るものとして、大きな意義があります¹⁰。

また、サステナビリティ開示における重要テーマとしては、日本ではこれまで気候変動と人的資本が中心的なものでしたが、次に注目度の高いテーマとして、自然資本・生物多様性があります。2023 年 9 月には、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD: Taskforce on Nature-related Financial Disclosures）から、開示フレームワークの提言（v1.0）が公表されました¹¹。

¹⁰ IFRS サステナビリティ開示基準の最終化については、キャピタルマーケットニュースレター No.27 「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）による IFRS サステナビリティ開示基準の最終化（速報）」（宮下優一、2023 年 7 月）もご参照ください。

¹¹ 自然資本・生物多様性については、キャピタルマーケットニュースレター No.24 （インフラ・エネルギー・環境ニュースレター No.22）「生物多様性の保全と企業活動 ～COP15/昆明・モントリオール生物多様性枠組、TNFD～」（宮下優一・渡邊啓久・星野慶史、2023 年 2 月）もご参照ください。

② 2024 年に向けて

IFRS サステナビリティ開示基準の確定を受け、日本でもサステナビリティ基準委員会（SSBJ）によりこれに相当する基準の開発が進んでいます。SSBJ の公表資料によると、日本版 S1 基準及び日本版 S2 基準の公開草案の目標公表時期は 2023 年度中（遅くとも 2024 年 3 月 31 日まで）、確定基準の目標公表時期は 2024 年度中（遅くとも 2025 年 3 月 31 日まで）とされています。金融庁のロードマップによると、これらの日本版基準を踏まえて、将来的に法定開示へ取り込むことが検討される予定です。

サステナビリティ開示については、情報開示に関する複雑なハードローやソフトローの解釈・適用、また、開示する情報に関するライアビリティリスクのコントロールなど、キャピタルマーケットの実務を踏まえた法的な検討が欠かせません。当事務所では、サステナビリティ開示及びサステナブルファイナンスを含め、ESG と企業法務が交錯する分野を網羅した書籍『[ESG 法務](#)』を 2023 年 9 月に出版いたしました。その出版記念セミナーは[こちら](#)からオンデマンド配信でご視聴いただけます。

サステナブルファイナンス

① 2023 年の振り返り

近年の傾向と同じく 2023 年もサステナブルファイナンスは拡大を続けています。日本証券業協会の[発表](#)によると、2023 年 1 月～9 月末現在の日本国内の公募によるグリーンボンドの発行総額は 14,824 億円、ソーシャルボンドの発行総額は 21,073 億円、サステナビリティボンドの発行総額は 7,006 億円、サステナビリティリンクボンドの発行総額は 4,182 億円、トランジションボンドの発行総額は 1,800 億円とされています。また、金融庁におけるサステナブルファイナンスの取組みの進捗等については、2023 年 6 月に公表された[サステナブルファイナンス有識者会議第三次報告書](#)及び[特設ウェブサイト](#)にまとめられています。

国際的には、2023 年 9 月に、ブルーボンドに関する実務ガイドである「[Bonds to Finance the Sustainable Blue Economy](#)」が、国際資本市場協会（ICMA : The International Capital Market Association）、国際金融公社（IFC）、国連グローバル・コンパクト（UN Global Compact）、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）、アジア開発銀行から公表されました。今後大きく拡大することが予想されているブルーエコノミーの資金需要に対応するために、海洋保護や持続可能な漁業等の海洋関連の目的に資金使途を限った「ブルーボンド」の発行事例の増加が期待される中で、この実務ガイドが果たす役割も大きいと考えられます¹²。

② 2024 年に向けて

脱炭素社会を目指す上で、化石エネルギー中心の産業構造・社会構造をクリーンエネルギー中心へ転換する「グリーントランスフォーメーション」（GX）を加速させることが急務になっています。政府によると、今後 10 年間で 150 兆円を超える官民の GX 投資が必要とされ、その実現に向けて、国から 20 兆円規模の「脱炭素成長型経済構造移行債」（GX 経済移行債）の発行が予定されています。既に[クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク](#)が策定・公表されており、第 1 回債（5 年債 8,000 億円程度、10 年債 8,000 億円程度）の発行が 2024 年 2 月に予定されています。

また、2024 年は、インパクト投資に関する議論の深化が見込まれます。インパクト投資はまだ黎明期にあり、その定義として確立したものはまだありませんが、2023 年 6 月に金融庁インパクト投資等に関する検討会から公表された[報告書及びインパクト投資に関する基本的指針（案）](#)によると、インパクト投資は「社会・環境的效果」と「収益性」の双方の実現を企図する投資であるとされています。また、2023 年 11 月には[インパクトコンソーシアム](#)が設置され、2024 年春にはインパクトフォーラム第 1 回総会の開催が予定されています。

¹² ブルーボンドについては、キャピタルマーケットニュースレター No.31（インフラ・エネルギー・環境ニュースレター No.29）「ICMA 等によるブルーボンドに関する実務ガイドの公表」（宮下優一・渡邊啓久・今野恵一朗・田澤拓海、2023 年 10 月）もご参照ください。

IPO の最新動向

① 2023 年の振り返り

2023 年は、日本の IPO における公開価格の設定について、2022 年 2 月に日本証券業協会（以下「日証協」）の「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」から公表された報告書（以下「日証協 WG 報告書」）を受けて、関連する法令改正等が実施された一年でした。具体的には、日証協 WG 報告書で論点として挙げられた事項について、2023 年 6 月～9 月にかけて、[仮条件の範囲外での公開価格設定・売出株式数の柔軟な変更に関する企業内容等開示ガイドラインの改正](#)や[上場承認前届出書に関する内閣府令等の改正](#)（いわゆる S-1 方式の導入）が公表・施行されました¹³。また、同様に上場日程の短縮化を図る趣旨で、11 月には社債、株式等の振替に関する法律（振替法）の改正が[成立](#)しています。これらの改正はいずれも、IPO に関する条件設定の柔軟化を許容することにより、公開価格について、公正な価格発見機能の向上や、発行体・投資家双方の納得感の向上につなげることを狙いとするものです。

また、法令等の改正のみならず、事例ベースでも、2023 年は、例えば、いわゆるコーナーストーン投資家に対する配分の手法に工夫が見られた年でした。コーナーストーン投資家とは、IPO のオファリング期間中に株式購入の意思を公表することにより、発行体への安心感を他の投資家に伝播させ、公開価格の形成においてアイコン的な役割を果たすことが期待される機関投資家を指します。2022 年の日証協の親引けガイドラインの[改正](#)を受けて、2023 年の IPO においては、コーナーストーン投資家に対する株式の配分方法として、国内・海外投資家のいずれについても「親引け」の手法が用いられる事例が見られました。親引けについては、日証協の規則に従って実施する必要があります。例えば投資家による払込日・受渡日から 180 日間のロックアップを受け入れるなど、所定の要件を遵守する必要があります。他方、2023 年に顕著に見られた手法としては、Indication of Interest (IoI) が挙げられます。これは仮条件決定時に特定の投資家が一定金額の株式の購入意思を表明することを開示する手法ですが、この場合は、当該投資家はロックアップの対象にはなりません。IoI は、従来はグローバルオファリングにおける海外トランシェでのみ用いられる手法でしたが、2023 年は、いわゆる臨時報告書方式での案件の国内投資家に対しても導入する事例が複数見られました。

なお、2023 年は、国内企業による国内の取引所への上場のみならず、国内企業による米国 NASDAQ 市場への上場事例が目立った年でした。従前、米国の証券取引所への上場は大企業を中心に行われていましたが、近時のトレンドとしては、国内のスタートアップ企業で国内の取引所に未上場の企業が、直接 NASDAQ に上場する事例が出てきている点が挙げられます。

② 2024 年に向けて

2024 年は、国内企業による国内取引所への上場案件については、上記の法令等の改正を受けて、いわゆる上場承認前届出書や改正振替法に基づき、上場日程の短縮化がどの程度進むかが注目されます。特に上場承認前届出書を用いた手法（いわゆる S-1 方式）に基づく IPO については、本日時点では公表事例がないところ、承認前届出書提出後～上場承認時までに行われるいわゆる TTW（Testing the Waters）の実施方法や、証券会社のアナリストが作成するいわゆるブレイクドールリサーチレポートの取扱いを含め、様々な論点が存在するため、今後、関係者の議論を踏まえた上での事例の集積が待たれるところです。

また、国内企業による海外取引所への上場についても、既に米国 NASDAQ へ上場した企業のパフォーマンス等も踏まえ、今後更に事例が増加するのか、その動向が注目されるところです。

REIT の最新動向

① 2023 年の振り返り

2023 年において、新規上場を視野に入れた投資法人の設立が公表された例はあるものの、IPO 銘柄はなく、他

¹³ 同改正の詳細については、キャピタルマーケットニュースレター [No.28](#) 「上場日程の期間短縮・柔軟化に係る「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正」（新木伸一・斉藤元樹・宮下優一、2023 年 7 月）をご参照ください。

方で同スポンサー傘下の J-REIT の合併が複数行われたため、上場銘柄数は 2022 年より 3 銘柄減少し 58 銘柄となりました。これらの合併事例においては、いずれも投資対象セクターの拡大、物件・アセットタイプの分散がその意義の 1 つとして掲げられていますが、同様の動きは規約や資産運用ガイドラインの変更による総合型又は複合型リートへの転換によっても見られたところです。

コロナ禍からの回復や為替動向による国内旅行需要の高まりを受けてホスピタリティ業界は大幅な改善を見せる一方、オフィスマーケットでは大規模オフィスの大量供給に伴う先行き懸念が見られるところでもあり、また、金利政策の不透明さ、厳しい物件取得環境は引き続き継続していることから、投資物件の入替え等の手法も利用しつつ複数セクターへの投資によるリスク分散、物件取得機会の確保を企図する動きが活発化したものと思われます。

日米の金融政策にも左右され J-REIT 市場はボラタイルな局面が続いたこともあり、公募増資 (PO) は 2023 年 12 月末までに 22 件と 2022 年の水準 (25 件) を下回りました。また、かかる投資口価格の動向を踏まえ、これまで公募増資による外部成長を志向する傾向が強かった物流系リートを含め、自己投資口の取得を通じて資本効率の改善を図る例が複数見られました。

私募リートについては、引き続き新規立ち上げや運用資産規模の拡大が継続しています。ARES (一般社団法人不動産証券化協会) の発表¹⁴によれば、私募リートは 2022 年末の 44 銘柄から 2023 年 9 月末時点で 53 銘柄と 9 銘柄増加しており、年間の最多組成記録を更新したとのことです。運用資産規模についても、2023 年 9 月末時点において、1,566 物件 (前年同時点比 272 物件増)、約 5 兆 8,731 億円 (取得価格ベース。前年同時点比約 9,814 億円増) となっているとのことです。

2023 年においては、少数投資主による投資主総会招集請求が行われ投資主総会が開催される例があり、近時複数の投資法人が規約上設けているみなし賛成の適用除外規定が実際に適用された初の事例となりました。また、スポンサーチェンジや単独スポンサー化の事例も見られました。

ESG との関連では、引き続き各社サステナビリティを意識した取組みを進めており、グリーンエクイティ・オフアリングを含むグリーンファイナンスのほか、国連環境計画・金融イニシアティブが提唱するポジティブ・インパクト金融原則に則ったポジティブ・インパクト・ファイナンスも J-REIT 初の取組みとして行われたところです。

なお、J-REIT 同様に投資法人が用いられるインフラファンド市場では、2022 年に引き続きスポンサー等による公開買付けにより上場廃止となった銘柄が見られたところであり、2023 年末時点で上場インフラファンドは 5 銘柄となっています。

② 2024 年に向けて

2024 年においても 2023 年と同様のマーケットトレンドが継続する場合、J-REIT に関しては、合併を通じた業界の再編、規約や資産運用ガイドラインの変更を伴うアセットクラスの見直し等の動きは継続する可能性が高いと思われます。他方、私募リートについては 2024 年も新規組成が続くものと見込まれ、とりわけ鉄道業界においては、自社保有物件を売却し売却資金を次の開発事業に再投資する「資産回転型 (循環型)」モデルの構築を掲げ、その一環として私募リートの組成計画を中計等で公表している鉄道会社も多いところです。

また、2023 年の金商法等改正においては、投信法についても、投資法人の財務状況を投資家に分かりやすく情報提供するため、繰越ヘッジ損益等の「評価・換算差額等」については「利益」として取り扱わないようにする旨の改正が行われています (投信法 136 条 1 項。なお、施行日は公布日から起算して 3 月を超えない範囲において政令で定める日とされています。)¹⁵。

セキュリティトークンオフアリング

① 2023 年の振り返り

2023 年の金商法等改正においては、不特法スキームによるセキュリティトークン (以下「ST」) が金商法の規

¹⁴ 2023 年 12 月 ARES マンスリーレポート

¹⁵ なお、上記の「重要な契約」の開示規制に関する企業内容等開示府令等の改正において、投資法人に影響のある改正は予定されておりません。

制下に位置づけられることとなりました¹⁶。これまでと同様 2023 年においても、不動産 ST 及び社債 ST を中心に案件の増加傾向は継続しています。また、産業競争力強化法（以下「産競法」）上の債権譲渡の通知等に関する特例に係る新事業活動計画の認定を取得した事業者が提供する ST 売買プラットフォームを活用したプロ向け不動産 STO ファンドが組成されたほか、投資事業有限責任組合（LPS）の持分の ST が発行されるなどの新たな動きも見られます¹⁷。

不動産 ST については、案件数も引き続き増加していることに伴い、また、制度の整備が進む中で、運用期間の長期化を図るべきといった議論も引き続き存在するところです。ブロックチェーン外の権利精査（権利帰属の決定方法における「排他性」の確保）の問題については、引き続きの課題となっており、差押・執行手続などを含めて今後も実務が確立していくことが期待されている状況です。

ST の流動性（あるいは譲渡時の有効要件・対抗要件の整理）については、上記のとおり、産競法（債権譲渡の第三者対抗要件に関する特例措置）に基づく ST 売買プラットフォームについて新事業活動計画の認定を取得した事業者が現れています。また、大阪デジタルエクスチェンジ（ODX）における ST 取引に係る PTS の売買取引「START」も 2023 年末から開始しています¹⁸。引き続き、PTS や金融商品取引所等の取引の場の整備が進み、流動性が確保されることに伴い、適時開示等を含む情報提供の方法、価格形成の方法なども議論が継続されています¹⁹。

不動産 ST を J-REIT と比較すると、不動産 ST の流動性確保の取組みに進捗はあったものの依然として、J-REIT のほうが圧倒的に流動性は高く、情報開示も進んでいます。既発行の不動産 ST においては長期保有を選択する投資家も多くいる傾向は引き続き続いている中で、ST 売買プラットフォームがもたらす流動性がどのような影響を与えるのか注視する必要があります。また、セカンダリー取引が進化することに伴い、特定の物件に紐付けになること（特にシングルテナントアセットなど）という商品特性を踏まえたリスク説明を一般投資家に対して適切に行う方法を含めた情報開示上の論点につき、再度議論がなされる可能性もあると思われます。

② 2024 年に向けて

2024 年は、産競法上の債権譲渡の通知等に関する特例に係る新事業活動計画の認定する事業者が引き続き誕生することや、これらの技術を用いた案件が誕生することが期待されます。また、引き続き、社債 ST や不動産 ST といった商品だけでなく、インフラアセットやその他のアセットを裏付けとした ST の開発もなされることが予想されます。例えば、デジタルアセット共創コンソーシアムは、2023 年 12 月 13 日付で「ベンチャーキャピタル×デジタル証券化」について説明した資料において、投資事業有限責任組合（LPS）の有限責任出資組合員（LP）持分を裏付け資産とした特定受益証券発行信託スキームによるデジタル証券化スキームが想定される旨説明しています²⁰。不動産 ST については、流通市場の制度的な課題がより解決すると思われ、これに伴い、引き続き、情報提供の方法、価格形成、取引・決済事務の効率化（決済期間の短縮化、ステーブルコインを含むデジタル通貨等との連携）、金融商品取引所等の整備に向けた動きが深化することが期待されます。

¹⁶ 同改正の内容については、キャピタルマーケットニュースレター No.26（不動産ニュースレター No.3）「2023 年金融商品取引法等の改正案の公表～四半期開示・不特法セキュリティトークン・IPO の日程短縮～」(糸川貴視・水越恭平・宮下優一、2023 年 3 月) もご参照ください。

¹⁷ そのほか、パブリックブロックチェーン（暗号資産の基盤として用いられているもの）を活用するため、「ハッキングによる秘密鍵の流出」や、「犯罪による収益の移転防止に関する法律における取引時確認」といった論点実証を行う事業者も出てきています。

¹⁸ <https://www.odx.co.jp/ja/news/article/5s13s3n0vcms/>

投資家の注文同士で売買が成立する競争売買方式が採用され、START の売買取引は 1 日 2 回（午前 11 時 30 分及び午後 3 時）の執行(約定)が採用されています。

¹⁹ 2023 年 5 月 31 日株式会社ディーカレット DCP「セキュリティ・トークン取引の注文・約定・決済 業務のフィジビリティの検証結果」 https://www.decurret-dcp.com/.assets/stc_report_2022.pdf

²⁰ https://progmatt.co.jp/press/pdf/press231213_01.pdf

その他

① 2023 年の振り返り

2023 年は、上場会社による転換社債型の新株予約権付社債（CB、以下「転換社債」）の発行が 2022 年に比べて多く見られた年でした²¹。転換社債はゼロクーポン等での負債性の資金調達が可能になるとともに、株式への転換によって将来の資本増強にも繋がるものです。本年は設備投資を要する製造業を中心に積極的な発行が見られた他、自己株式の取得と転換社債の発行を組み合わせる手法（いわゆるリキャップ CB）によって自己資本利益率を高める動きも見られました²²。さらに、資本効率や ROE の改善に向けた手段としての自己株式取得については、従来の方法に加えて、近時「一括取得型」（日本版 ASR - Accelerated Share Repurchase）の事例が複数公表されており、注目が集まっています²³。

また、一般投資家向けの公募増資と資本業務提携先等を割当先とする第三者割当を組み合わせる「並行第三者割当」も増加傾向にあります。さらに、事業法人や金融機関による政策保有株式の放出・持合解消を目的とする大規模な売出し等の株式処分も引き続き活発な状況が続きました。

② 2024 年に向けて

2024 年も国内外において金利や物価の上昇、また、為替相場の不安定性は継続する可能性があります。一方で、資本コストや株価を意識した経営への市場参加者からの期待はさらに高まるものと考えられ、PBR や ROE 等の経営指標の改善や企業価値の増大に向けた積極的な成長投資・資本政策を志向する上場会社の取組みは更に積極化すると見込まれます。

そのような中、金利負担の軽減と資本生産性の改善・企業価値の向上の両立を意識した転換社債の発行や、成長戦略の実現に向けた資本業務提携と投資資金の確保のための資本増強を目指す並行第三者割当の増加傾向は今後も継続する可能性があります。また、市場区分の見直しの経過措置の終了を 2025 年 3 月に控えることも踏まえ、流通株式比率の充足・資本効率の向上に向けた企業による政策保有株式の処分等も更に本格化することが予想されます。

また、上場制度を巡っては、プライム市場上場会社においては女性役員比率に係る数値目標の設定に係る努力義務の導入や少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実に関する要請への対応を進めるほか、市場区分の見直しの経過措置終了後を見据えた英文開示の義務化に関する議論動向にも注視する必要があります。

2024 年 1 月 10 日

²¹ <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/06.html>

²² リキャップ CB の意義・概要とその留意点については、東証「[資本政策に関する株主・投資家との対話のために ～リキャップ C B を題材として～](#)」（2017 年 3 月 17 日）をご参照ください。

²³ 同方式の詳細については、キャピタルマーケットニュースレター [No.16](#) 「本邦初の「一括取得型」の自己株式取得取引（日本版 ASR - Accelerated Share Repurchase）」（新木伸一・伊藤昌夫・込宮直樹、2022 年 8 月）をご参照ください。

[執筆者]

**木村 聡輔**（弁護士・パートナー）

sosuke_kimura@noandt.com

キャピタル・マーケット分野及び M&A・コーポレート分野を中心に上場会社の資金調達・組織再編案件において豊富な経験を有する。その他、インサイダー取引規制・開示規制、金融取引規制について幅広く助言等を行っている。2006 年京都大学法学部卒業。2007 年弁護士登録、2014 年再登録（第一東京弁護士会）。2007 年長島・大野・常松法律事務所入所。2013 年 Duke University School of Law 卒業（LL.M.）。2013 年 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP（ニューヨーク）勤務。2014 年～2015 年シティグループ証券株式会社投資銀行本部勤務。

**斉藤 元樹**（弁護士・パートナー）

motoki_saito@noandt.com

日本企業の国内外での株式・社債等の発行、IPO、M&A、ストックオプション・株式報酬に関する助言等を中心として、企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。2006 年東京大学法学部卒業。2007 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2011 年～2012 年外資系証券会社へ出向。2013 年 Columbia Law School 卒業（LL.M.）。2013 年～2014 年 Simpson Thacher & Bartlett（ニューヨーク）勤務。

**糸川 貴視**（弁護士・パートナー）

takashi_itokawa@noandt.com

J-REIT を含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャードファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に扱う。また、不動産取引、M&A を含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。2006 年京都大学法学部卒業。2008 年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2015 年 Duke University School of Law 卒業（LL.M.）。2015 年～2017 年三井不動産株式会社勤務。

**水越 恭平**（弁護士・パートナー）

kyohei_mizukoshi@noandt.com

IPO を含む国内外での株式・社債その他の証券の発行を始めとする金融取引、開示規制を含む金融規制法に関するアドバイスを行う。特に株式会社東京証券取引所上場部での勤務経験を踏まえ、コーポレートガバナンスや上場制度に関する幅広い知見を有する。2007 年東京大学法学部卒業。2009 年東京大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of Washington School of Law 卒業（LL.M.）。2016 年～2018 年株式会社東京証券取引所上場部勤務。

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

IPO、株式の公募増資、売出し、第三者割当増資、ブロックトレード、種類株式、新株予約権・ワラント、社債、CB、サステナブルファイナンス等、大手証券会社 ECM での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件に関する助言を行う。また、サステナビリティ開示を含む企業情報開示、金融規制法、M&A、コーポレートガバナンス等についても幅広く扱う。2007 年大阪大学法学部卒業。2009 年京都大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M.）。2016 年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016 年～2017 年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

**北川 貴広**（弁護士・パートナー）

takahiro_kitagawa@noandt.com

不動産取引、不動産証券化、不動産ファイナンス、不動産ファンド（J-REIT 及び私募ファンド）の組成・運営、J-REIT の新規上場・公募増資、不動産会社や J-REIT の M&A 等、不動産分野を中心に幅広い分野に取り組んでいる。2009 年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。2011 年慶應義塾大学法科大学院修了。2012 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2018 年外資系証券会社勤務。2020 年 Duke University School of Law 卒業(LL.M.)。2020 年～2021 年 Davis Polk & Wardwell LLP (New York) 勤務。2021 年 Davis Polk & Wardwell LLP（東京）勤務。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的な情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目 7 番 2 号 J P タワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 600 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

（*提携事務所）

NO&T Capital Market Legal Update ～キャピタルマーケットニュースレター～の配信登録を希望される場合には、<https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<nl-capitalmarket@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承ください。よろしくお願いいたします。