



日本取引所グループ
JAPAN EXCHANGE GROUP

JPX WORKING PAPER

JPXワーキング・ペーパー

変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用

後藤 潤一郎

2020年1月30日

Vol. 33

JPX ワーキング・ペーパーは、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社（以下「日本取引所グループ等」）の役職員及び外部研究者による調査・研究の成果をまとめたものであり、学会、研究機関、市場関係者他、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しております。なお、掲載されているペーパーの内容や意見は執筆者個人に属し、日本取引所グループ等及び筆者らが所属する組織の公式見解を示すものではありません。

謝辞

本稿の作成にあたっては、株式会社野村資本市場研究所主任研究員岡田功太氏並びに株式会社日本取引所グループ木村亮太氏及び近藤真史氏から有益な助言をいただいた。ここに謝意を表す。

変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用

後藤 潤一郎*

2020年1月30日

概要

平成の約30年間で米国市場の上場内国会社時価総額は3兆3,822億ドル（1989年末）から3兆2,470億ドル（2019年4月末）と10.1倍に増加した。一方の上場会社数はその間に、1996年の8,090社をピークに、2019年4月には約半分の4,414社に減少し、1989年の6,627社との比較では33%減少した。

本稿では、米国市場における時価総額の増加と、上場会社数の減少という一見相反する2つの現象について分析を行い、この2つの現象の背景にあるマーケットの自浄作用を支える、米国における証券クラスアクション、株主提案及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーンについての説明を行う。

* 株式会社日本取引所グループ ニューヨーク駐在員事務所 (j-goto@jpx.co.jp) , 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト。

目次

1	はじめに.....	11
2	平成時代の米国市場の変貌.....	12
2.1	本章の目的.....	12
2.2	上場会社数及び時価総額の変化.....	12
2.3	時価総額の増加要因分析.....	14
2.4	本章のまとめ.....	17
3	米国市場における上場会社の減少.....	19
3.1	本章の目的.....	19
3.2	上場会社数減少の要因.....	19
3.3	新規上場会社減少の要因.....	22
3.4	IPOの減少要因.....	22
3.4.1	上場の可能性を有する未上場会社数の推移.....	22
3.4.2	米国企業によるクロスボーダーIPO.....	22
3.4.3	IPO企業の大型化及び成熟化.....	23
3.4.4	未上場会社を対象とした買収.....	34
3.5	上場廃止の要因.....	35
3.6	OTC市場.....	39
3.7	上場会社数の減少がもたらす影響.....	42
3.7.1	上場会社の大型化と利益率の上昇.....	42
3.7.2	アーリーステージの会社に対する投資機会の逸失.....	43
3.7.3	私募市場における資金調達拡大.....	44
3.8	米国市場のIPO市場としての魅力.....	44
3.9	JOBS法が与えた影響.....	46
3.10	本章のまとめ.....	49
4	上場コストの正体と株主第一主義.....	51
4.1	本章の目的.....	51
4.2	取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティー.....	51
4.2.1	株主第一主義の法的根拠.....	51
4.2.2	株式会社のフィデューシャリー.....	52
4.2.3	取締役のフィデューシャリー・デューティーの枠組み.....	53
4.2.4	経営判断の原則.....	53
4.2.5	取締役のフィデューシャリー・デューティーを構成する義務.....	54
4.2.6	日本の会社法との比較.....	55
4.3	証券クラスアクション.....	56
4.3.1	上場会社が証券クラスアクションを提起されるリスク.....	56
4.3.2	証券クラスアクションの歴史と件数推移.....	59

4.3.3	証券クラスアクションの基礎と請求理由	61
4.3.4	M&A 訴訟	63
4.3.5	証券クラスアクションの和解金額	66
4.3.6	証券クラスアクションの先導原告	70
4.3.7	証券クラスアクションの原告側弁護士事務所及び請求管理人	71
4.4	株主提案と企業の厄介者	74
4.4.1	株主提案を巡る課題	74
4.4.2	株主提案及び再提出の要件	75
4.4.3	株主提案の提案者	75
4.4.4	株主提案の議題	77
4.4.5	環境問題に関する株主提案	79
4.5	アクティビスト・ファンドによるキャンペーン	81
4.5.1	アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの件数推移	81
4.5.2	米国企業が対象となるキャンペーンの割合	83
4.5.3	キャンペーンの戦術	84
4.5.4	委任状争奪戦	85
4.5.5	キャンペーンの目標	88
4.5.6	アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の対応	89
4.6	委任状争奪戦と議決権行使を巡る課題	90
4.6.1	P&G とトライアンの委任状争奪戦の概要	90
4.6.2	アクティビストとの委任状争奪戦のコスト	91
4.6.3	米国の議決権行使の仕組み	92
4.6.4	P&G とトライアンの委任状争奪戦のスネーク・ピットに至った背景と経緯	99
4.7	本章のまとめ	101
5	おわりに	104
	参考文献	106

目次

図 1	内国上場会社時価総額の推移	12
図 2	内国上場会社数の推移	13
図 3	内国上場会社 1 社あたりの平均時価総額の推移	14
図 4	時価総額の変化とセクターの内訳	15
図 5	上場時点別の上場銘柄数及び上場会社時価総額の割合	16
図 6	セクター別時価総額の割合	16
図 7	新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移（米国企業）	20
図 8	上場会社数減少の要因分解	21
図 9	米国企業によるクロスボーダーIPO の件数及び調達額の推移	23
図 10	オフリング金額別の米国企業による IPO 件数の推移	24
図 11	IPO 調達額及び時価総額の中央値の推移	25
図 12	売上高（直近 12 か月）の中央値の推移	26
図 13	設立後経過年数の中央値の推移	27
図 14	フィナンシャル・スポンサー出資企業の割合	28
図 15	VC 出資企業の割合の推移	28
図 16	VC による投資金額及び投資件数の推移	29
図 17	グローバル年金アセット・アロケーションの推移	30
図 18	ユニコーンの地域別及び年別の分布	30
図 19	引受手数料及び IPO 費用の中央値（2018 年）	33
図 20	年間上場維持コスト	34
図 21	VC から資金調達を行った会社によるイグジット件数及び IPO が占める割合	35
図 22	上場廃止理由別の割合の推移	36
図 23	上場廃止理由別の社数の推移	36
図 24	米国企業の上場廃止理由（2016 年）	37
図 25	米国証券市場の概念図	40
図 26	上場廃止理由別の米国企業の上場廃止後の OTC 市場での売買の状況（2016 年）	41
図 27	上場会社数の減少がもたらす影響	42
図 28	米国上場市場概観（1996 年と 2016 年の比較）	43
図 29	米国上場外国会社数及び外国会社が占める割合の推移	45
図 30	取引所別クロスボーダーIPO 件数（2012 年～2016 年）	45
図 31	バイオテック企業の IPO 件数の推移	49
図 32	フィデューシャリー法理と取締役のフィデューシャリー・デューティーの関係	52
図 33	フィデューシャリー・デューティーの概念図	53
図 34	証券クラスアクションを提訴された米国上場会社の割合	57
図 35	買収金額が 1 億ドルを超える M&A で訴訟を提起された割合（州裁判所を含む）	57
図 36	IPO 後に証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）を提起された会社の累積割合	58

図 37	最初に提訴されてから解決までに要した期間(2001年から2014年に提訴された案件)	59
図 38	暦年別の証券クラスアクションのステータス	59
図 39	証券クラスアクションの件数推移	60
図 40	証券クラスアクションの件数と上場会社数の推移	61
図 41	M&A 訴訟の開示和解の割合 (2003年から2011年)	64
図 42	連邦裁判所に提起された M&A 訴訟の割合	65
図 43	買収金額が1億ドルを超える M&A 1件当たりの訴訟件数	66
図 44	証券クラスアクション和解額の平均の推移 (M&A 訴訟及び0ドルでの和解を除く)	68
図 45	証券クラスアクション和解額の中央値の推移 (M&A 訴訟及び0ドルでの和解を除く)	68
図 46	証券クラスアクション和解額の分布 (M&A 訴訟及び0ドルでの和解を除く)	69
図 47	投資家の損失額の中央値及び損失額に対する和解額の割合の中央値の推移	69
図 48	証券クラスアクションの先導原告の割合の推移 (M&A 訴訟を除く)	70
図 49	証券訴訟和解額上位100件における機関投資家先導原告のシェア	71
図 50	3弁護士事務所が原告弁護士となった証券クラスアクション (M&A 訴訟を除く) の件数及び全体に占める割合の推移	72
図 51	証券クラスアクション和解額上位100件における原告側弁護士事務所の件数ランキング	73
図 52	3弁護士事務所が原告弁護士となった証券クラスアクションの棄却率	73
図 53	証券訴訟和解額上位100件における請求管理人の件数シェア	74
図 54	カテゴリー及び投資家別の株主提案の割合 (2017年)	76
図 55	株主提案の議題の割合 (2017年)	78
図 56	議題別株主提案件数の推移	78
図 57	株主別株主提案の議題の割合 (2018年)	79
図 58	環境問題に関する株主提案に対する賛成率	80
図 59	米国企業に対するアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの件数の推移	82
図 60	アクティビスト・ファンド投資評価額上位10社 (2018年末)	83
図 61	地域別のアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの割合 (2018年)	84
図 62	米国企業に対するキャンペーンの件数及び委任状争奪戦の割合	85
図 63	委任状争奪戦の件数と投票に至ったキャンペーンの割合	85
図 64	投票に至った委任状争奪戦の結果	86
図 65	委任状争奪戦におけるショート・スレート及びコントロール・スレートの件数及び割合	86
図 66	ショート・スレートの委任状争奪戦の結果	87
図 67	コントロール・スレートの委任状争奪戦の結果	87
図 68	委任状争奪戦後の対象会社の状況	88

図 69	会社側の委任状争奪戦に係る費用の中央値	92
図 70	米国における株式保有の仕組み	94
図 71	株主名簿管理人シェア	95
図 72	米国における議決権行使のプロセス	96
図 73	マーケットの自浄作用のイメージ	104

表目次

表 1	平成の始めの時価総額上位 10 社 (1989 年 1 月 9 日時点)	17
表 2	平成の終わりの時価総額上位 10 社 (2019 年 4 月 30 日時点)	17
表 3	米国企業の上場廃止理由の詳細 (2016 年)	38
表 4	EGC の定義及び主な EGC に対する開示等の規制緩和	47
表 5	JOBS 法の概要	48
表 6	証券クラスアクション (M&A 訴訟を除く) の請求事項の割合	63
表 7	証券クラスアクション和解額ランキング (全期間)	67
表 8	2018 年に和解された証券クラスアクション和解額ランキング	67
表 9	証券訴訟和解額上位 100 件における機関投資家先導原告の件数ランキング	71
表 10	米国における株主提案及び再提出要件	75
表 11	2°Cシナリオ分析開示に係るニューヨーク州退職年金基金による株主提案 (2017 年)	81
表 12	委任状争奪戦を伴うキャンペーンの目標	88
表 13	委任状争奪戦以外のキャンペーンの目標	89
表 14	アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の対応	90
表 15	P&G の委任状争奪戦の結果に係る開示	91
表 16	委任状争奪戦歴代費用上位 10 件	92
表 17	委任状勧誘者 2016 年上位 7 社 (顧客数ベース)	99
表 18	委任状勧誘者高額手数料 2016 年上位 5 件	99

1 はじめに

平成の約 30 年間で米国市場の上場内国会社時価総額は 3 兆 3,822 億ドル (1989 年末) から 34 兆 2,470 億ドル (2019 年 4 月末) と 10.1 倍に増加した。一方の上場会社数はその間に、1996 年の 8,090 社をピークに、2019 年 4 月には約半分の 4,414 社に減少し、1989 年の 6,627 社との比較では 34%減少した。

本稿では、この時価総額の増加と、上場会社数の減少という一見相反する 2 つの現象の分析を行い、米国の上場市場のダイナミズムを支えるマーケットの自浄作用について考察することを目的とする。

本稿は以下の内容で構成される。

まず、第 2 章において、時価総額の増加と上場会社数の減少に関するデータを分析し、平成時代の米国市場の変貌を概説する。

第 3 章では、上場会社数の減少に焦点をあて、米国市場における上場会社の減少の要因分析を行い、米国上場市場が抱える課題を概観する。

第 4 章では、上場に伴うコスト及びリスクの主要な要因であり、米国市場のダイナミズムの源泉でもある、証券クラスアクション及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーンを含む株主提案について分析を行う。まず、第 1 節で目的を述べ、第 2 節では米国における証券クラスアクション及び株主提案のメカニズムを理解する前提として、米国市場における上場会社の経営者の株主に対する義務である取締役のフィデューシャリー・デューティーについて確認する。第 3 節では、証券クラスアクションに焦点を当て、歴史的なトレンドやクラスアクションの仕組み、和解金額等について分析する。第 4 節では、企業の厄介者と呼ばれる、幅広い企業に実質的に同様の提案を繰り返し行う個人投資家に焦点を当てながら、米国市場における株主提案対応のコストと最近のトレンドを分析する。第 5 節では、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの戦術及び目標について分析する。第 6 節では、2017 年の P&G とトライアンの委任状争奪戦の事例を参考に、アクティビストとの委任状争奪戦に係るコストと議決権行使を巡る課題について分析を行い、第 7 節で第 4 章の内容の要点をまとめる。

そして最後の第 5 章では、第 4 章までの分析を踏まえて、時価総額の増加と上場会社数の減少という一見相反する 2 つの現象の背景にある米国におけるマーケットの自浄作用についての説明を試みる。

2 平成時代の米国市場の変貌

2.1 本章の目的

本章では米国の上場市場のダイナミズムを理解する観点で、平成時代の米国市場の変貌を概説する¹。

2.2 上場会社数及び時価総額の変化

平成の約 30 年間、米国の代表的な株価指数である S&P500 指数は、280.98 ポイント（1989 年 1 月 9 日）から 2,945.83 ポイント（2019 年 4 月末）と 10.5 倍に上昇し、米国市場の内国上場会社時価総額は 3 兆 3,822 億ドル（1989 年末）から 34 兆 2,470 億ドル（2019 年 4 月）と 10.1 倍に増加した。また、全世界の株式市場に占める米国市場の時価総額の割合は、2001 年まで継続的に上昇し、2001 年には 52% に到達。その後、2007 年のリーマンショック前までは低下を続け、2007 年に 33% まで低下したものの、その後は再び上昇に転じ、2019 年 4 月には 41% を占めた（図 1）。

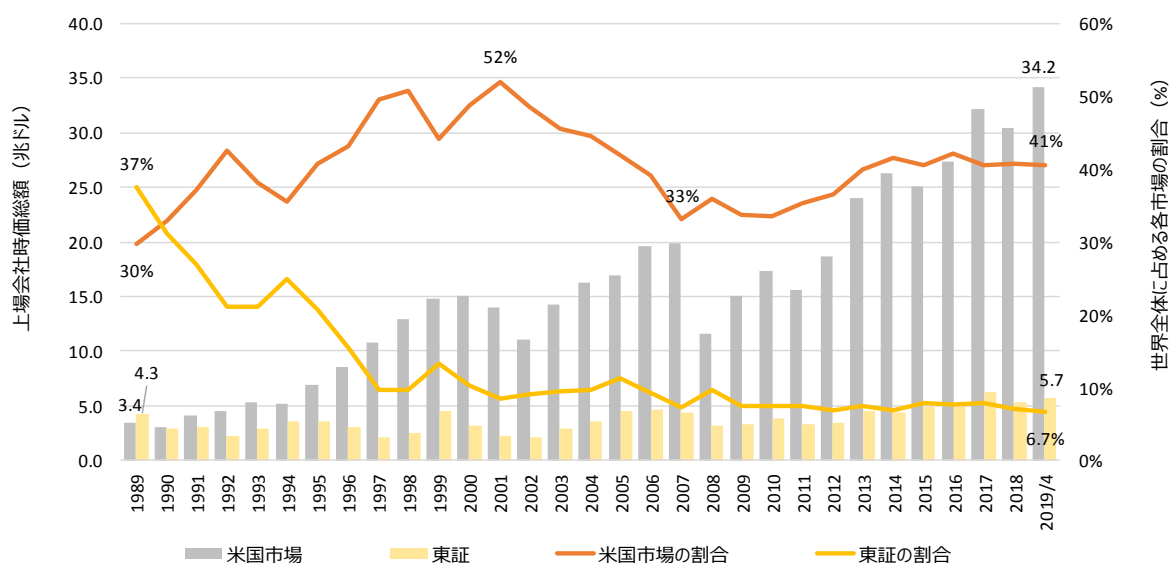


図 1 内国上場会社時価総額の推移

* 2019 年を除きすべて年末時点。2019 年は 4 月末時点。

(出所) 世界銀行及び WFE より筆者作成

一方、上場会社数は、図 2 のとおり、1996 年までは増加を続け、1996 年に過去最高の 8,090 社を記録したものの、その後は減少に転じ、2012 年には 1996 年のピーク時の約半分の 4,102 社とな

¹ 本章は [後藤, "平成時代の米国市場の変貌", 2019a] に追加の説明を加え、内容を再編集して構成している。

り、平成の約 30 年間で最低となった。2013 年以降はやや回復を見せ、2019 年 4 月には 4,414 社まで回復したものの、依然として 1996 年には遠く及ばない水準に留まっている。平成を通して見ると、1989 年の 6,627 社から 34% 減少した。なお、全世界の上場会社数に占める米国の上場会社数の割合は、平成を通して一貫して低下を続けており、1989 年には 28.0% であった割合が、2019 年 4 月には 9.3% と大幅に減少している。これは、アジア等の新興国を中心に大幅に上場会社数が増加したのに対して、米国が上場会社数を減らしたことによるものである。

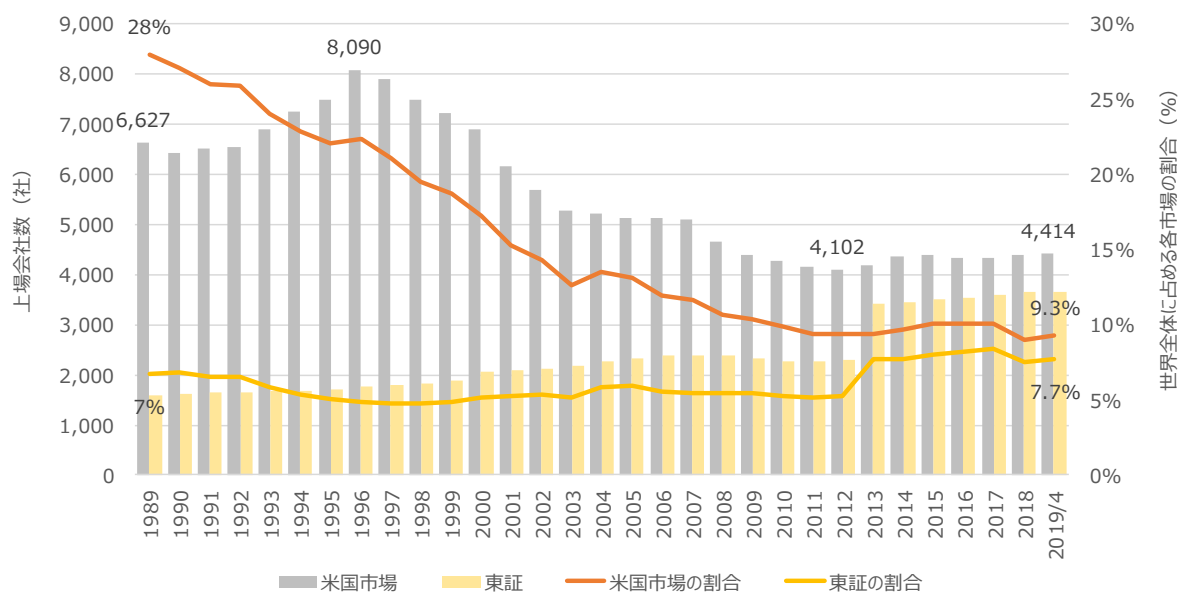


図 2 内国上場会社数の推移

* 2019 年を除きすべて年末時点。2019 年は 4 月末時点。

* 2013 年の東証の上場会社数の増加は、主に東証による旧大阪証券取引所の現物市場統合によるもの。

(出所) 世界銀行及び WFE より筆者作成

時価総額が増加する一方で上場会社数が減少したことにより、1 社あたりの平均時価総額は、1989 年の 5.1 億ドルから、2019 年 4 月には 77.6 億ドルと 15.2 倍に上昇している。米国市場と東証の 1 社あたりの平均時価総額を比較すると、1989 年には、東証が米国市場を大きく上回り、米国市場の 5.2 倍の規模であったが、その後米国市場の上場会社の大型化が進んだことから、2019 年 4 月には反対に米国市場が東証の 5.0 倍の規模に達するに至った (図 3)。

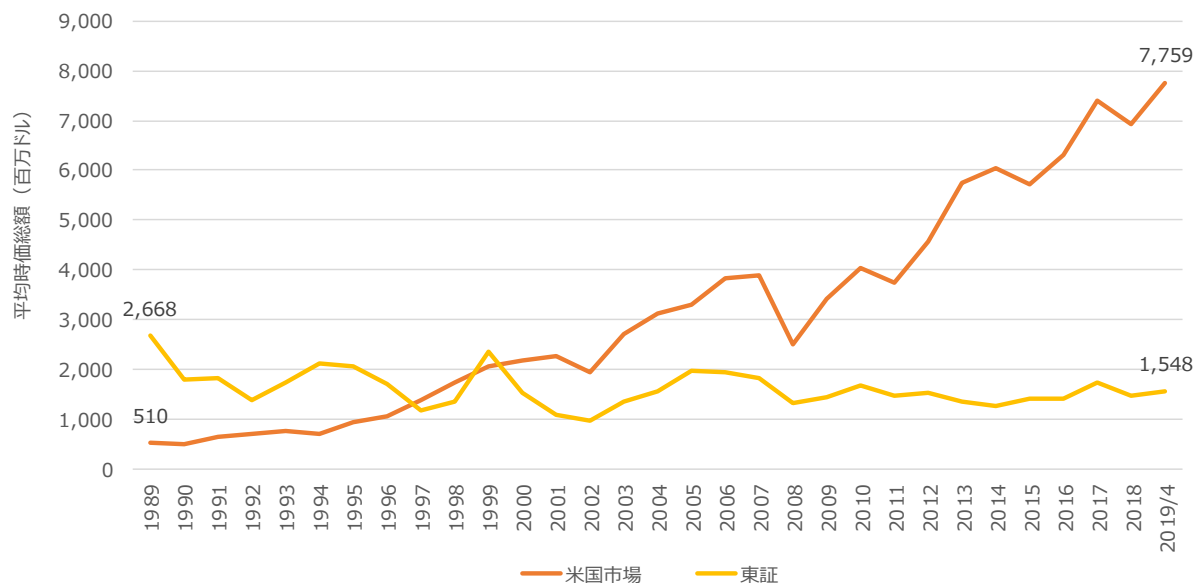


図 3 内国上場会社 1 社あたりの平均時価総額の推移

* 2019 年を除きすべて年末時点。2019 年は 4 月末時点。

(出所) 世界銀行及び WFE より筆者作成

2.3 時価総額の増加要因分析

それでは平成の時代において、どのような会社が米国市場の時価総額の増加に貢献したのでしょうか。図 4 は直近の米国市場の上場銘柄²に関して、平成最後の 2019 年 4 月 30 日時点、10 年前の 2009 年 4 月 30 日時点、20 年前の 1999 年 4 月 30 日時点、及び平成がスタートした 1989 年 1 月 9 日時点における時価総額を算出し、そのセクターの内訳を示したものである。

² Bloomberg ターミナルを用いて、2019 年 4 月 30 日時点の米国市場の時価総額上位 3,000 銘柄を抽出し、OTC 市場銘柄及びクローズド・エンド・ファンドを除外した外国会社を含む 2,875 銘柄を対象に分析を行った。図 4 の凡例のとおり、SPAC 及び ETP についても分析の対象に含まれている。また、REIT、MLP 及びリミテッド・パートナーシップは分析の対象に含まれており、GICS（世界産業分類基準）の分類に従って、REIT は不動産又は金融に、MLP はエネルギー、金融、公益事業、資本財、一般消費財又は素材に分類されている。図 4、図 5、図 6、表 1 及び表 2 も同様。なお、前述の各商品の概要は以下のとおりである。

- ・クローズド・エンド・ファンドとは、1940 年投資会社法で規定される 4 種類の投資会社（ミューチュアル・ファンド、クローズド・エンド・ファンド、ETF 及び UITs）の 1 つで、投資家の請求による解約に応じることが保証されていないファンドである。
- ・SPAC（Special Purpose Acquisition Company）とは、上場時点で事業を持たず、上場後に IPO で調達した資金を用いて事業を買収することを目的とした、上場投資ビークル（株式会社）である。
- ・ETP（Exchange Traded Product）とは、上場取引型金融商品であり、ETF（上場投資信託）、ETN（上場投資証券）及び ETC（コモディティ上場投資信託）の総称である。
- ・MLP（Master Limited Partnership）とは、主にエネルギー関連資産を運営する上場パートナーシップである。
- ・リミテッド・パートナーシップ（Limited Partnership）とは、MLP 以外の上場パートナーシップを指し、上場プライベート・エクイティファンド等で使用されている。
- ・REIT（Real Estate Investment Trusts）とは、不動産等の資産を保有する法人であり、特定の要件を満たすことによって、法人税の課税を免ぜられるストラクチャーを指す。

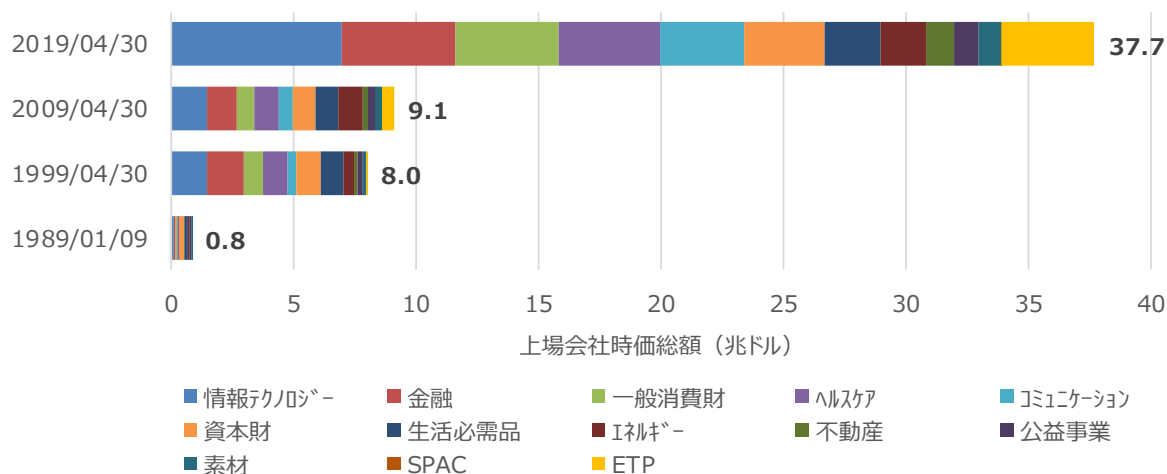


図 4 時価総額の変化とセクターの内訳

(出所) Bloomberg より筆者作成

図 1 で確認したとおり、米国市場の時価総額は 1989 年末から 2019 年 4 月までに 10.1 倍に増加した。一方、平成がスタートした 1989 年 1 月 9 日時点の時価総額が取得可能な銘柄の時価総額の合計と、2019 年 4 月 30 時点の時価総額の比較では、図 4 のとおり 44.7 倍にまで増加している。この数字から、平成の間に上場した銘柄が市場全体の時価総額の増加に寄与した可能性が考えられる。

図 5 のとおり、一定の前提に基づき³上場時点別の上場銘柄数及び時価総額の割合を見ると、平成に上場した銘柄が銘柄数ベースでは全体の 88%、時価総額では 67% を占め、市場全体の時価総額の増加に大きく寄与したことが確認できる。

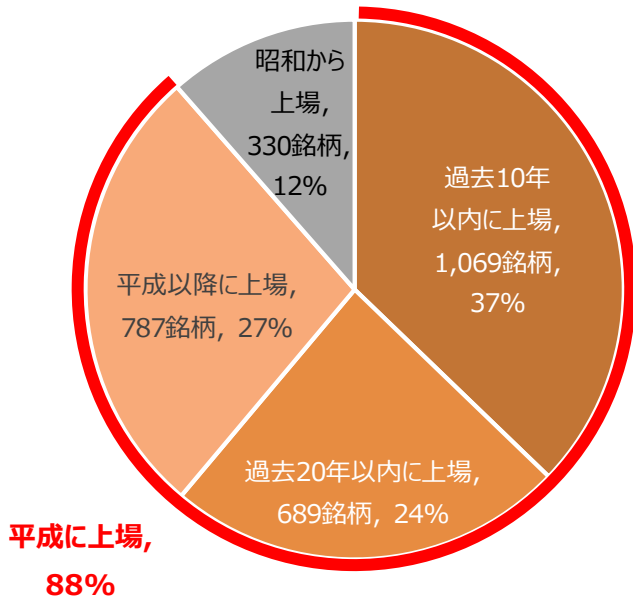
図 6 にてセクター別時価総額の割合を見ると、平成を通して、資本財、生活必需品、エネルギー及び素材セクターが大きく時価総額のシェアを減らしたのに対して、金融、一般消費財、コミュニケーション及び不動産セクターが大きく時価総額のシェアを伸ばしたことが分かる⁴。また、平成が始まった 1989 年にはまだ存在していなかった ETP が、平成の終わりには米国市場全体の 10% を占めたことも注目に値する⁵。

³ Bloomberg で時価総額のデータが取得可能となった日を上場日として使用した。脚注 2 のとおり、2019 年 4 月 30 日時点の米国市場の時価総額上位 3,000 銘柄を対象に、銘柄の抽出及び分析を行っている。そのため、時価総額の下位の銘柄を分析対象に入れた場合は、時価総額の割合については大きな差異はないと考えられるものの、銘柄数については無視できない程度の差異が存在する可能性がある。また、米国市場に昭和から上場している銘柄数が 330 銘柄のみであることを意味しているわけではない点についても留意する必要がある。

⁴ 現在も上場を継続している会社のみを対象としていることから、データに生存者バイアスが存在していることに留意。

⁵ 1993 年 1 月 29 日に上場した SPDR S&P 500 ETF (SPY) が米国市場で最初の ETP である。

上場銘柄数の割合



時価総額の割合

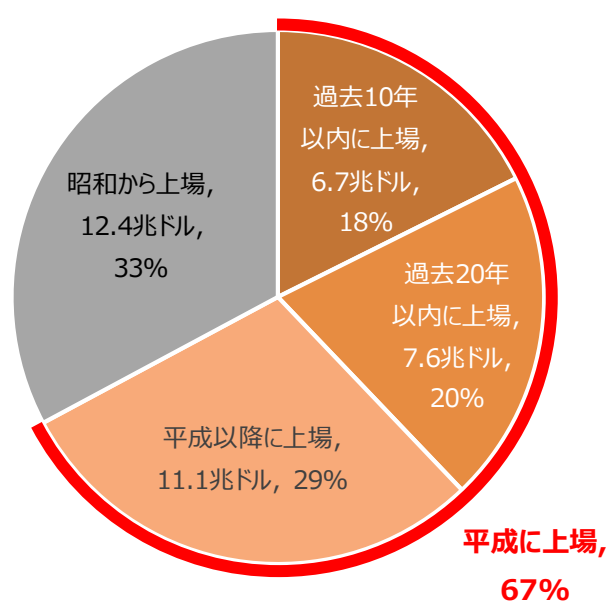


図 5 上場時点別の上場銘柄数及び上場会社時価総額の割合

(出所) Bloomberg より筆者作成

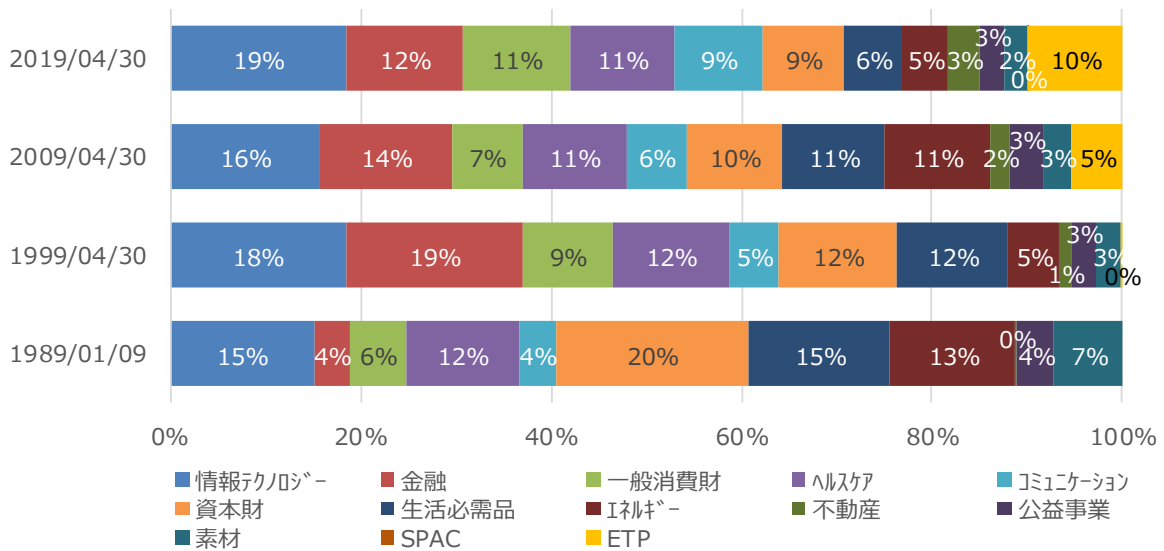


図 6 セクター別時価総額の割合

(出所) Bloomberg より筆者作成

平成の始めと終わりの時価総額上位 10 社を表 1 及び表 2 に示す。平成の終わりの時価総額上位 10 社のうち、平成の始めから上場していた会社はわずか 4 社のみであり、平成に入ってから上

場を果たした比較的若い会社が 6 社を占めた⁶。また、平成の始めの時価総額上位 10 社のうち、平成の終わりにも時価総額上位 10 社に入ったのはエクソン・モービルだけであることから、米国市場では、主力銘柄の入れ替わりが活発であることが分かる。なお、平成の始めの時価総額上位 10 社も平成の間に全社が時価総額を増加させた。平均で 9.0 倍に時価総額を増加させており、既上場会社も時価総額の増加に貢献したことが分かる。

表 1 平成の始めの時価総額上位 10 社 (1989 年 1 月 9 日時点)

#	コード	会社名	時価総額		上昇倍率	セクター	会社概要
			平成始め	平成終わり			
1	IBM	IBM	719億ドル	1,244億ドル	1.7倍	情報技術	コンピュータ製品とITコンサルティングを提供
2	XOM	エクソン・モービル	612億ドル	3,398億ドル	5.6倍	エネルギー	米国最大手のエネルギー会社
3	GE	ゼネラル・エレクトリック	403億ドル	887億ドル	2.2倍	資本財	エネルギー、インフラの大手複合企業
4	MO	アルトリア・グループ	238億ドル	1,016億ドル	4.3倍	生活必需品	たばこ(マルボロ等)・ワイン製造持株会社
5	MRK	メルク	229億ドル	2,033億ドル	8.9倍	ヘルスケア	医薬品大手
6	WMT	ウォルマート	174億ドル	2,949億ドル	17.0倍	生活必需品	大手小売業者
7	KO	コカ・コーラ	168億ドル	2,093億ドル	12.5倍	生活必需品	ノン・アルコール飲料の世界最大メーカー
8	DWDP	ダウデュボン	164億ドル	864億ドル	5.3倍	素材	総合化学グループ持株会社
9	CVX	シェvron	162億ドル	2,287億ドル	14.1倍	エネルギー	米国最大手のエネルギー会社
10	PG	プロクター・アンド・ギャンブル	148億ドル	2,671億ドル	18.1倍	生活必需品	一般消費財メーカー大手

* 2019 年 4 月 30 日時点で米国市場に継続して上場している会社を対象。2019 年 4 月 30 日時点で既に上場廃止となっている会社は対象外。会社名は 2019 年 4 月 30 日時点の名称 (アルトリア・グループは旧フィリップ・モリス、ダウデュボンは旧デュボン)。

(出所) Bloomberg より筆者作成

表 2 平成の終わりの時価総額上位 10 社 (2019 年 4 月 30 日時点)

#	コード	会社名	時価総額		上昇倍率	セクター	会社概要
			平成始め	平成終わり			
1	MSFT	マイクロソフト	28億ドル	1兆8億ドル	355.2倍	情報技術	ソフトウェア大手 (Windows等)
2	AMZN	アマゾン・ドット・コム	-	9,485億ドル	-	一般消費財	米国最大手のオンライン小売業者
3	AAPL	アップル	54億ドル	9,462億ドル	174.5倍	情報技術	IT機器大手 (iPhone等)
4	GOOGL	アルファベット	-	8,285億ドル	-	コミュニケーション	大手インターネット関連企業 (Google等)
5	FB	フェイスブック	-	5,521億ドル	-	コミュニケーション	SNS大手 (facebook, instagram等)
6	BRK/A	バークシャー・ハサウェイ	-	5,329億ドル	-	金融	投資持株会社 (ゲイコ等)
7	BABA	アリババ	-	4,798億ドル	-	一般消費財	中国最大手のオンライン小売業者
8	JPM	JPモルガン・チェース	-	3,769億ドル	-	金融	大手金融持株会社
9	JNJ	ジョンソン&ジョンソン	147億ドル	3,760億ドル	25.5倍	ヘルスケア	医療・ヘルスケア製品を提供
10	XOM	エクソン・モービル	612億ドル	3,398億ドル	5.6倍	エネルギー	米国最大手のエネルギー会社

(出所) Bloomberg より筆者作成

2.4 本章のまとめ

以下に本章の要点をまとめる。

- 米国市場では、平成の約 30 年間に、時価総額の増加と上場会社数の減少という一見相反する 2 つの現象が発生した。

⁶ JP モルガン・チェースは、2000 年にチェース・マンハッタン銀行と JP モルガンの合併により誕生。

- 平成の約 30 年間に、S&P500 指数は 280.98 ポイントから 2,945.83 ポイント（10.5 倍）に上昇し、上場会社時価総額は 3 兆 3,822 億ドルから 34 兆 2,470 億ドル（10.1 倍）に増加した。
- 一方、米国市場の内国上場会社は 6,627 社から 4,414 社と 33%減少した。
- 上場会社時価総額が増加し、上場会社数が減少したことで、1 社あたりの平均時価総額は、5.1 億ドルから 77.6 億ドル（15.2 倍）に増加しており、上場会社の大型化が進んだ。
- 平成の間に比較的最近上場した銘柄が市場全体の時価総額の 67%を占め、平成の約 30 年間の米国市場の時価総額の増加の牽引役となった。
- 平成の終わりの時価総額上位 10 社のうち、平成の始めから上場していた会社はわずか 4 社のみであり、平成に入ってから上場を果たした比較的若い会社が 6 社を占めた。
- 平成始めの時価総額上位 10 社のすべてが、平成時代を通して時価総額を増加させ（平均 9.0 倍）、既上場会社も上場時価総額時価総額の増加に貢献した。

3 米国市場における上場会社の減少

3.1 本章の目的

図 2 のとおり、1996 年以降、米国市場では内国上場会社数が約半分に減少した。2015 年 7 月に Doidge・Karolyi・Stulz⁷が内国上場会社数の減少を取り上げ、その後、2017 年 3 月に Credit Suisse⁸、2017 年 5 月に EY⁹、2018 年 11 月に SIFMA¹⁰等が米国市場における上場会社数の減少の原因分析のレポートを公表した。また、2017 年 5 月に Nasdaq¹¹、2017 年 10 月に米財務省¹²が、上場会社数の減少の原因分析と、資本市場の規制改革に関する提言レポートを公表するなど、米国市場における上場会社数の減少の原因分析と、関連する規制の改正に関する議論が活発化している。

本章では、これらの先行研究を参考に、米国市場における内国上場会社数の減少の要因を分析し、米国の上場市場が抱える課題を概観することを目的とする。

3.2 上場会社数減少の要因

上場会社数の減少は、大きく分けて、新規上場会社数の減少と上場廃止会社数の増加によって説明可能である。図 7 に新規上場会社数及び上場廃止会社数並びに上場会社数の純増・純減数の推移を示す。

新規上場会社数の推移に注目して見ると、2001 年を境に、新規上場会社数が大きく減少している。1991 年から 2000 年の 10 年間は、毎年 500 社近い会社が新規上場を行っていたが、2000 年の IT バブル崩壊後の 2001 年に前年の 28%まで新規上場会社数が減少し、その後、新規上場会社数は低位で推移している。

一方、上場廃止会社数の推移に注目して見ると、新規上場会社数の推移を、3 から 5 年遅れで追従している傾向が見て取れる。1984 年から 1992 年及び 1995 年から 2003 年に一時的な上場廃止会社数の増加が見られるものの、2000 年以降は緩やかな減少傾向にあり、必ずしも上場廃止会社数が増加しているというわけではない。したがって、新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移からは、新規上場会社数の減少が上場会社数の減少の主な要因と言える。

純増・純減数の推移を見ると、図 2 から予想されるとおりであるが、1996 年を境に、長期的なトレンドとして上場会社数が純増から、純減に転じていることが分かる。1998 年～2000 年の純減については、新規上場会社数と上場廃止会社数のタイムギャップとも考えられるが、純減がその後 10 年以上にわたって継続しており、米国の株式市場において、何らかの構造的な変化が発生しているものと推測される。

⁷ [Doidge, Karolyi, Stulz, 2015]

⁸ [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]

⁹ [Ernst & Young LLP, 2017a]

¹⁰ [Kolchin, 2018]

¹¹ [Nasdaq, Inc., 2017]

¹² [U.S. Department of the Treasury, 2017]

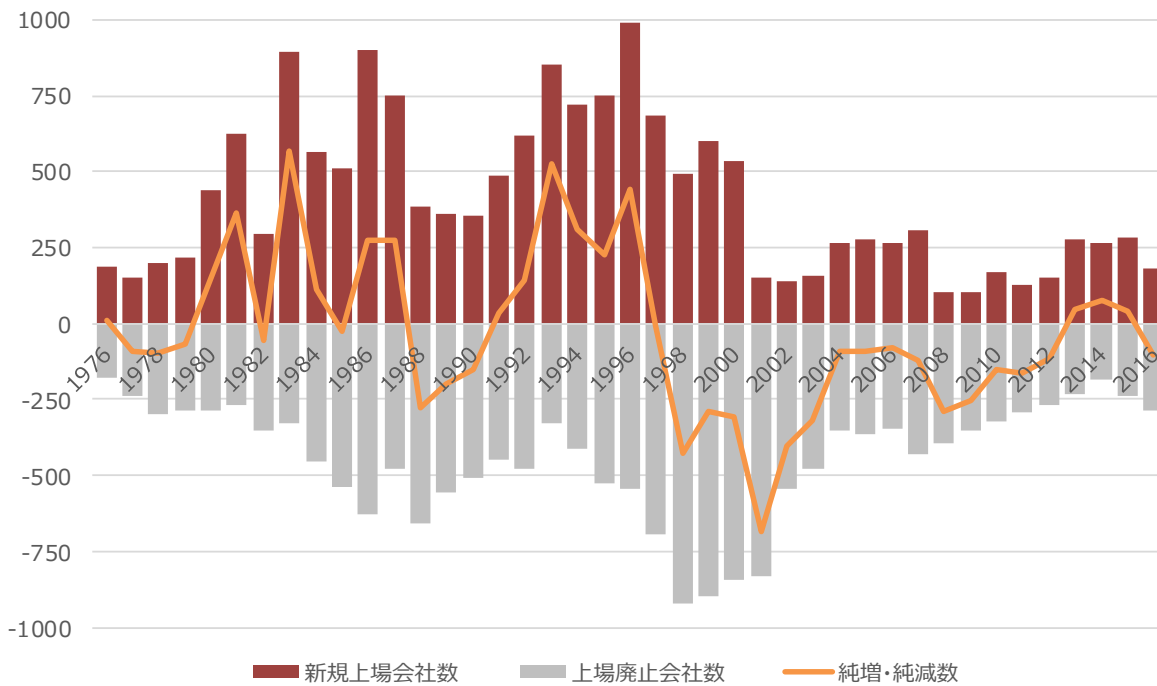


図 7 新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移（米国企業）

（出所） [Doidge, Karolyi, Stulz, 2015]及び [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]より筆者作成

新規上場会社数の減少と上場廃止会社数の増加のそれぞれの要因を分解した因果関係図を図 8 に示す。以下では、図 8 に示した要因を 1 つずつ確認していく。

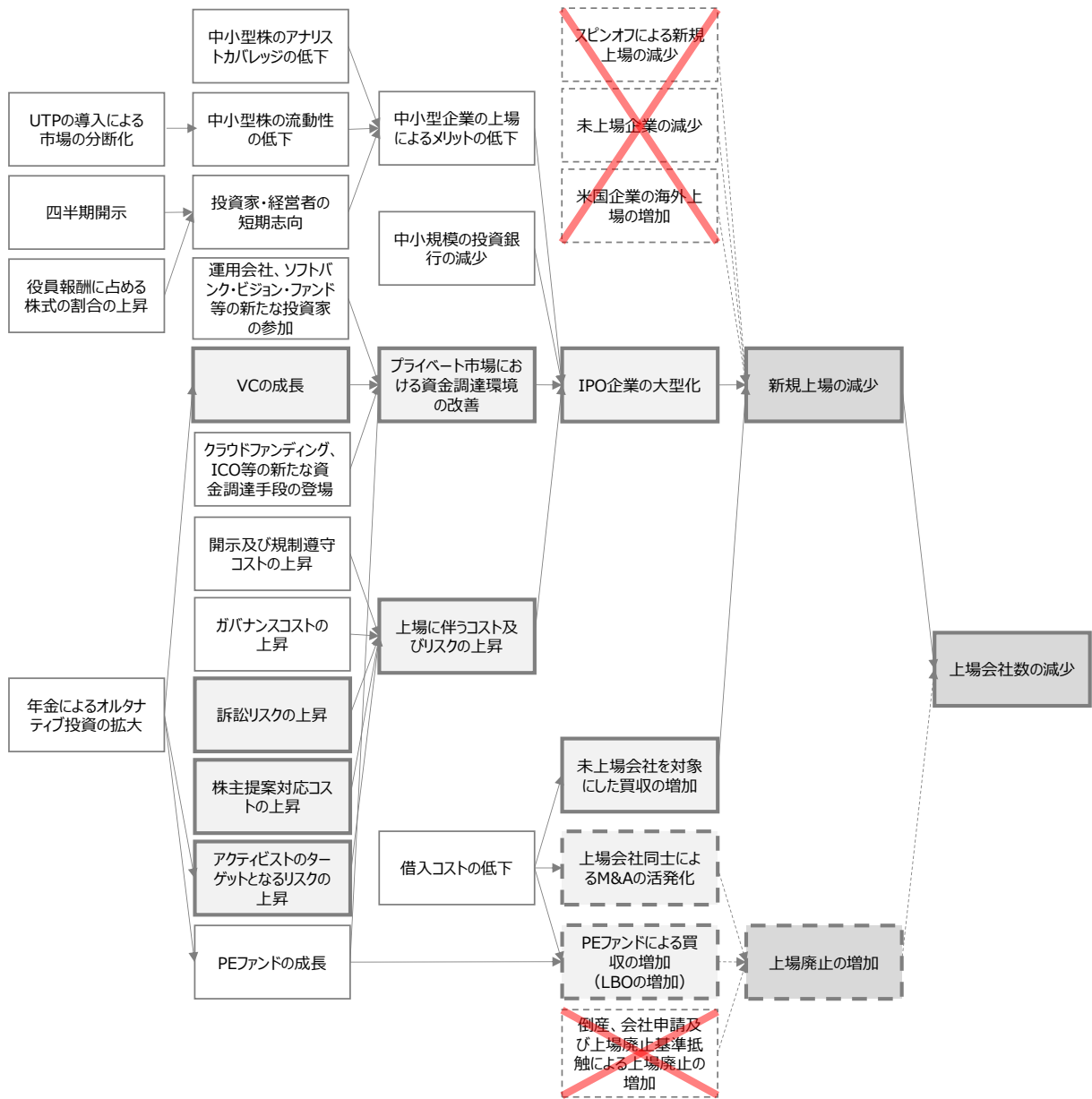


図 8 上場会社数減少の要因分解

* 「×」は因果関係のない要因を、「太線」は直接的な要因を、「破線」は因果関係は認められるものの影響が小さい要因を示す。

(出所) 筆者作成

3.3 新規上場会社減少の要因

新規上場は、上場会社のスピノフ¹³による新規上場と未上場会社の新規上場 2 つに分けられる。スピノフによる新規上場会社数の動向について確認すると、1976年から2016年の40年間で、IPO 8社につき、1社の割合でスピノフが行われており¹⁴、新規上場会社の重要な供給源の1つとなっていることが分かる。一方、1980年代後半以降は、ITバブル前後と2014年に一時的な増加が見られたものの¹⁵、概ね毎年30社前後で推移しており、減少傾向は見られていない。そのため、新規上場会社数の減少は、未上場会社による新規上場の減少が主な原因と考えられる。

3.4 IPOの減少要因

本節では、未上場会社による新規上場の大半を占める未上場会社のIPOについて考察する¹⁶。IPO社数の減少の説明としては、4つの要因が可能性として考えられる。

- ① 上場の可能性を有する未上場会社数の減少
- ② 未上場会社のうち海外市場でIPOを行う会社の増加
- ③ IPOを行う会社が大型化及び成熟化したことによる影響
- ④ IPO以外の手段でのイグジットの増加

以下では、それぞれの要因について見ていく。

3.4.1 上場の可能性を有する未上場会社数の推移

1つ目の未上場会社数の推移であるが、零細企業を除いた上場の可能性を有する未上場会社数について、上場会社数がピークであった1996年と2006年を比較すると、1996年の55万社から2006年の59万社に増加している¹⁷。このことから、上場の可能性を有する未上場会社数の変化がIPO社数の減少の原因ではないことが分かる。

3.4.2 米国企業によるクロスボーダーIPO

次に、米国企業による海外市場でのIPOの増加であるが、図9のとおり、2002年以降、毎年継続的に、米国企業による海外市場へのIPOは行われているものの、2012年から2016年の5年間

¹³ スピノフとは、親会社が、分割された子会社の株式を、親会社株主に対して、親会社の保有株数に応じて比例配分する非課税の取引を指す。代表的な例では、Cadbury SchweppesによるDr. Pepperのスピノフ、Time WarnerによるAOLのスピノフが挙げられる。類似の取引としてカーブアウト及びスプリットオフが挙げられるが、カーブアウトは親会社がIPOを通じて子会社の一部又はすべての株式を売却する取引を指し、スプリットオフは親会社の株主に対して、親会社の株式と子会社の株式の交換のオファーを行い分離する取引を指す。

¹⁴ [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]

¹⁵ 1999年66件、2000年は66件、2014年は60件のスピノフが行われた。

¹⁶ IPO以外の新規上場の大きな供給源としては、OTC市場から取引所への新規上場が挙げられる。NasdaqのFORM 10-K（2019年2月22日開示）によると、2018年にOTC市場からNasdaqへの新規上場だけで43社が新規上場を果たしており、米国市場における新規上場会社の大きな供給源となっていることが分かる。本来はOTC市場から取引所への新規上場についても分析の対象とすべきであると考えられるが、長期データを入手することができなかったため、本レポートでは、OTC市場からの新規上場については分析の対象から除外した。

¹⁷ [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]

では 18 社に留まっており、2016 年は 2 社に減少していることから、トレンドとして増加傾向にあるわけではない。したがって、海外市場での IPO の増加が米国市場に IPO を行う会社数の減少要因ではないことが分かる。

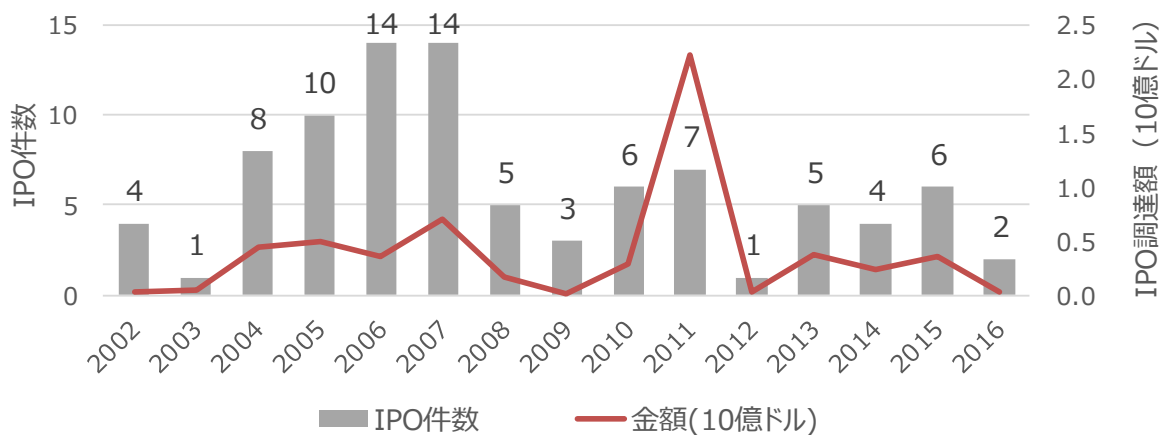


図 9 米国企業によるクロスボーダーIPO の件数及び調達額の推移

(出所) [Ernst & Young LLP., 2017a]より筆者作成

3.4.3 IPO 企業の大型化及び成熟化

上場の可能性を有する未上場会社数が減少しておらず、未上場会社のうち海外市場で IPO を行う会社が増加していないのであれば、なぜ、米国市場に IPO を行う米国企業が減少したのであろうか。米国の IPO 市場では、小規模な IPO が減少した結果として、IPO を行う企業の大型化及び成熟化が進んでおり、これが IPO の減少の直接的な要因の 1 つであると考えられる。

3.4.3.1 小規模な IPO の減少に伴う IPO 企業の大型化

図 10 のとおり、IT バブル崩壊後の 2001 年以降、オファリング金額が 50 百万ドルを下回る小規模な IPO が大幅に減少している。

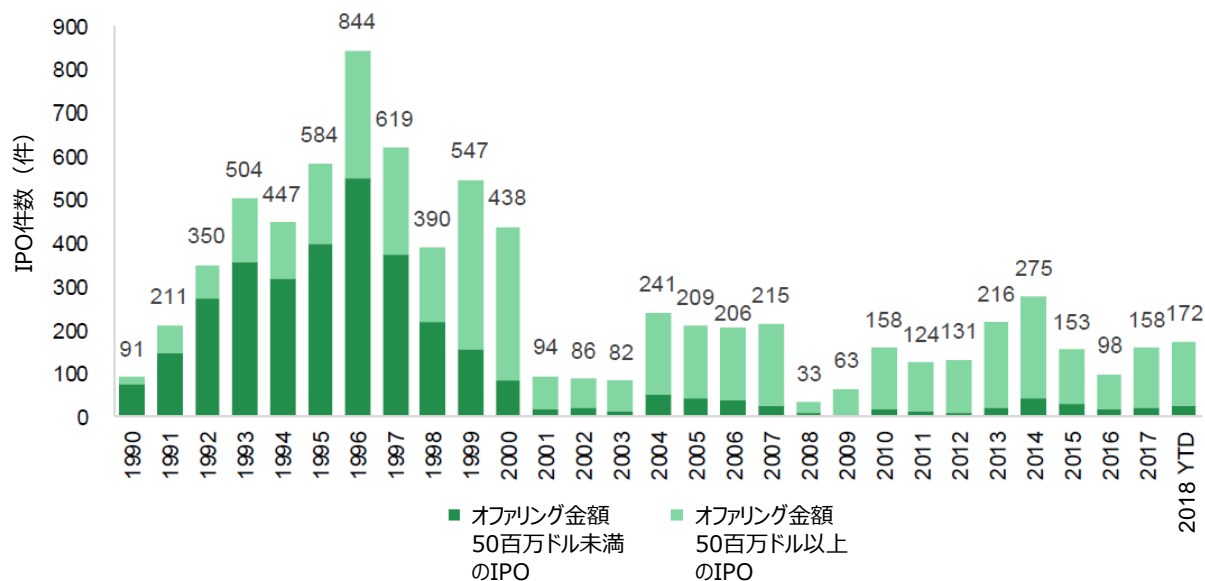


図 10 オファリング金額別の米国企業による IPO 件数の推移

* 2018 年のデータは、2018 年 10 月時点。

* 米国の取引所に上場した米国企業が対象。BDC、SPAC、ETF、クローズド・エンド・ファンド及びライツ・オファリングを除く。

* ラベルは筆者訳。

(出所) [Kolchin, 2018]

小規模な IPO が減少した結果として、IPO を行う企業の大型化が進んだ。 [Ernst & Young LLP, 2017a]によると、IPO 社数がピークとなった 1996 年には、624 社が IPO を果たし、総額 380 億ドル、1 社平均 61 百万ドルが調達された一方、2012 年から 2016 年は年間 300 社未満と、1996 年よりも IPO を行った会社の数は大幅に減少したものの、1 社あたりの調達金額は 1996 年を上回り、IPO の規模が大型化した。また、図 13 の IPO 調達額及び時価総額の中央値の推移を確認すると、2000 年以降に急激に IPO の大型化が進んだことが分かる。なお、2018 年の IPO 企業の時価総額の中央値は 626 百万ドル (約 687 億円) であった。

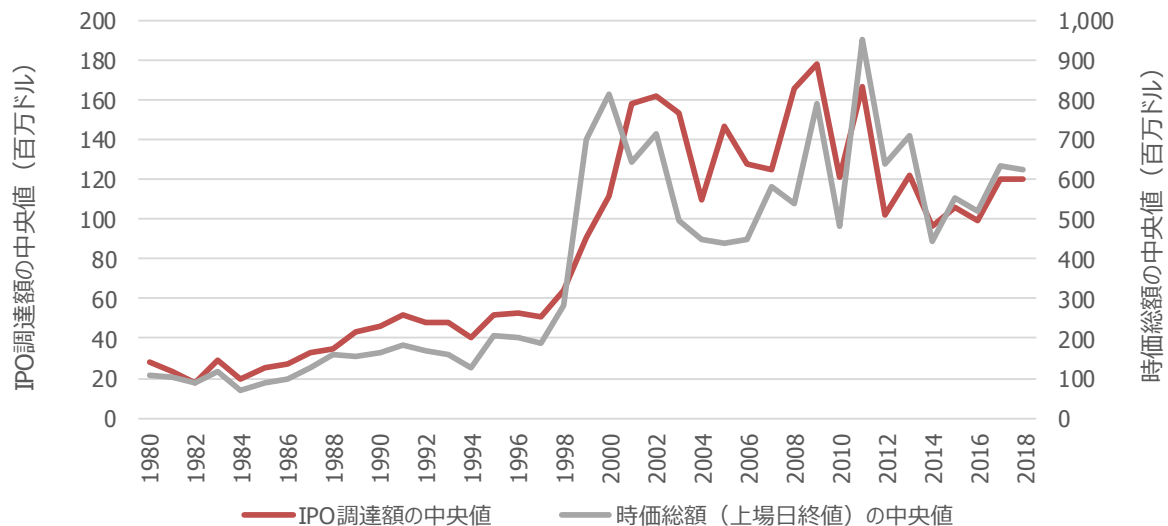


図 11 IPO 調達額及び時価総額の中央値の推移

* 公募価格 5 ドル未満の IPO、SPAC、ADR、Unit Offers、クローズド・エンド・ファンド、REIT、パートナーシップ、銀行、貯蓄貸付組合及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。

(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

同様の傾向は、売上高の中央値のデータからも確認できる。図 12 のとおり、2001 年以降、テクノロジー及びその他のセクターの企業の売上高の中央値が大幅に上昇している¹⁸。テクノロジー・セクターの企業の売上高の中央値は、1999 年は 17.2 百万ドルであったが、2001 年には、32.9 百万ドル、2002 年には 125.8 百万ドルと、1999 年と比較して、それぞれ 1.9 倍、7.3 倍に上昇した。その他のセクターの企業も、1999 年の 162.9 百万ドルから、2001 年には 473.9 百万ドル、2002 年には 569.百万ドルと、1999 年と比較して、それぞれ 2.9 倍、3.5 倍に上昇した。このように売上高の観点でも、2001 年以降、会社がより成熟してから IPO を行うようになっていることが分かる¹⁹。

¹⁸ 開発段階の創業企業が多くを占めるバイオテックは、2002 年にスパイクが見られるものの、ほとんどの年で売上高の中央値は 0 ドルとなっている。純粋な創業企業は、新薬の開発のみを行っているため、通常、上場時点では売上がない (0 ドル)。日本では、新規上場する創業企業の多くはリードパイプラインについて製薬企業と提携しており、上場直前期に提携先企業との提携に基づくマイルストーンフィー等の売上を計上しているが、米国では IPO 時に製薬企業との提携を有していない創業企業が過半を占めるため、売上中央値が 0 ドルとなったものと推察される。

¹⁹ 2018 年の日本の IPO 企業の売上高の中央値は 27.6 百万ドルであり、2018 年のテクノロジーの 167.3 百万ドルは日本の中央値の約 6 倍、その他の企業の 452.4 百万ドルは日本の中央値の約 16 倍となっている。

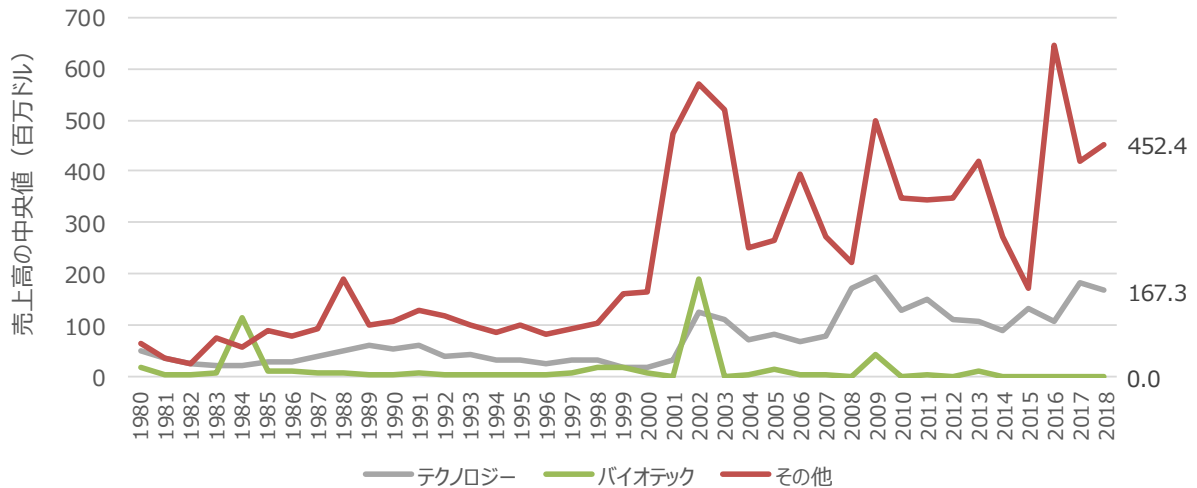


図 12 売上高（直近 12 か月）の中央値の推移

- * 公募価格 5 ドル未満の IPO、SPAC、ADR、Unit Offers、クローズド・エンド・ファンド、REIT、パートナーシップ、銀行、貯蓄貸付組合及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。
- * 売上高は目論見書に記載された直近 12 か月（LTM）の金額を、2014 年の CPI を利用した購買力で換算したインフレ調整後の額。

（出所） [Ritter, 2019]より筆者作成

3.4.3.2 IPO 企業の成熟化

2001 年以降、創業から IPO に至るまでの期間（設立経過年数）が長期化している。図 13 のとおり、米国企業の設立経過年数の中央値は、1999 年の 5 年から、IT バブル崩壊後の 2001 年以降、急激に上昇し、2001 年は 12 年、直近の 2018 年は 10 年となっている。さらにテクノロジー企業に限ると、1999 年には 4 年であったものが、2000 年以降徐々に長期化が進み、直近の 2018 年は 12 年となっており、会社がより成熟してから IPO を行うようになってきていることが分かる²⁰。

²⁰ ただし、2018 年の米国の設立経過年数の中央値が 10 年であったのに対して、日本は 13 年 4 か月であり、米国企業の設立経過年数は長期化しているといっても、日本よりは若い企業が IPO している点には留意したい。

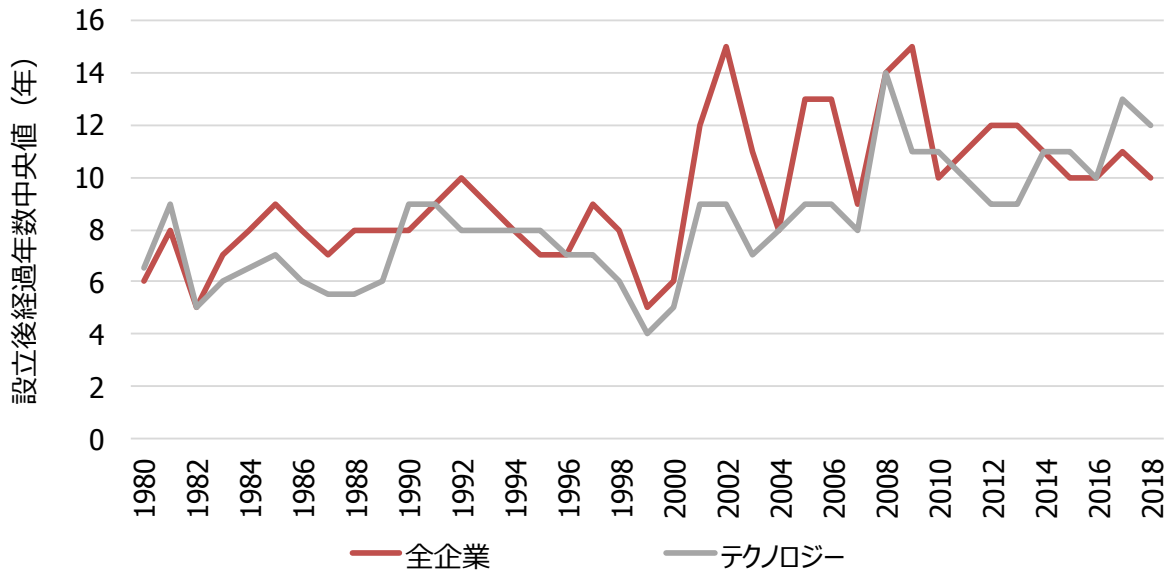


図 13 設立後経過年数の中央値の推移

* 公募価格 5 ドル未満の IPO、SPAC、ADR、Unit Offers、クローズド・エンド・ファンド、REIT、パートナーシップ、銀行、貯蓄貸付組合及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。

(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

一般に、企業規模が大きくなるほど、また、社歴が長くなるほど会社数は少なくなる²¹。そのため、IPO を行う会社の大型化及び成熟化は、IPO 社数の減少の直接的な要因と考えられる。

3.4.3.3 プライベート市場における資金調達環境の改善

それではなぜ、IPO を行う会社の大型化及び成熟化が進んだのであろうか。最も簡単な答えは、より長い期間未上場のままで成長に必要な資金を調達することが可能になったからである。

設立経過年数の長期化と一致するように、フィナンシャル・スポンサーが出資する会社の割合が上昇傾向にある。フィナンシャル・スポンサーの中でもベンチャー・キャピタル (以下、「VC」) が出資する会社の割合が特に高く、未上場市場での資金調達環境の改善が、IPO の時期を後ろ倒ししている様子が見て取れる。

²¹ 例えば、[The U.S. Census Bureau, 2016]によると、従業員数が 20 人未満の会社が全体の 89.1%、従業員数が 21 ~499 人の会社が全体の 10.6%、従業員数が 500 人以上の会社が 0.3%と、企業規模が大きくなるにつれて会社数は少なくなっている。

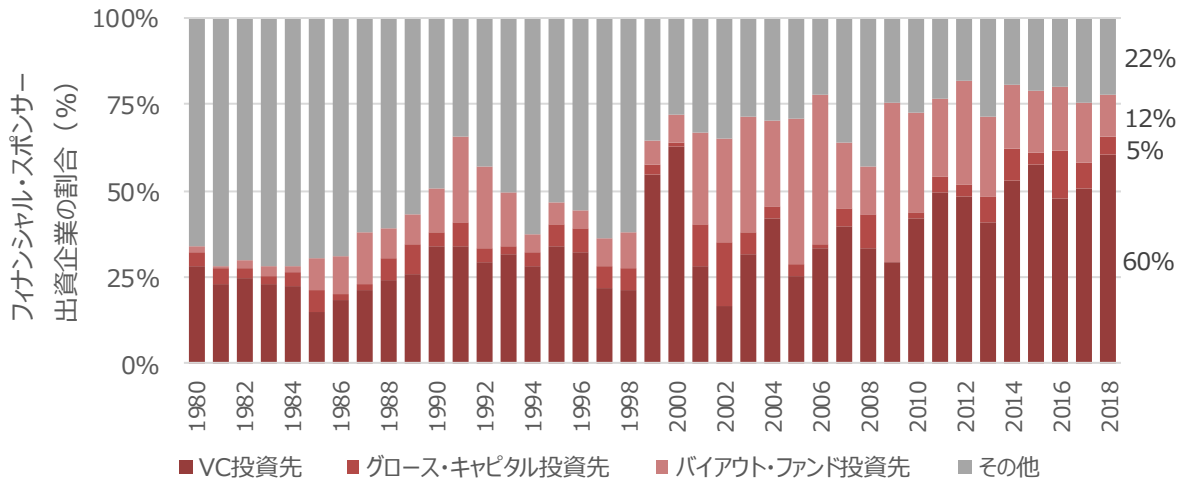


図 14 フィナンシャル・スポンサー出資企業の割合

* 公募価格 5 ドル未満の IPO、SPAC、ADR、Unit Offers、クローズド・エンド・ファンド、REIT、パートナーシップ、銀行、貯蓄貸付組合及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。

(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

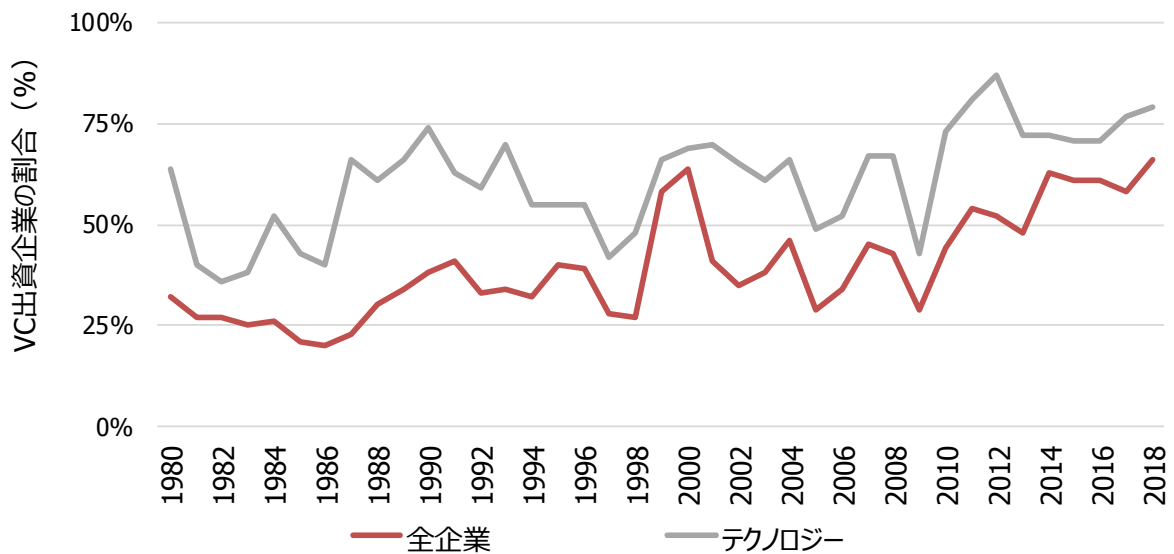


図 15 VC 出資企業の割合の推移

* 公募価格 5 ドル未満の IPO、SPAC、ADR、Unit Offers、クローズド・エンド・ファンド、REIT、パートナーシップ、銀行、貯蓄貸付組合及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。

(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

米国の未上場会社に投資を行うファンドの運用金額は毎年増加を続けており、2006 年の 8,260

億ドルから 2016 年には 1.46 兆ドルに増加しており²²、株式に投資するファンドに限定して見ても、2009 年の 3,260 億ドルから 2017 年には 9,020 億ドルと過去 8 年間年平均成長率 14% で成長するなど²³、未上場会社でも大きな金額の資金調達が可能になっていることが分かる。

なお、図 16 の VC による投資金額及び投資件数の推移を見ると、2015 年以降、件数はやや減少に転じているものの、長期トレンドでは、投資金額、投資件数共に継続的に増加していることが分かる。

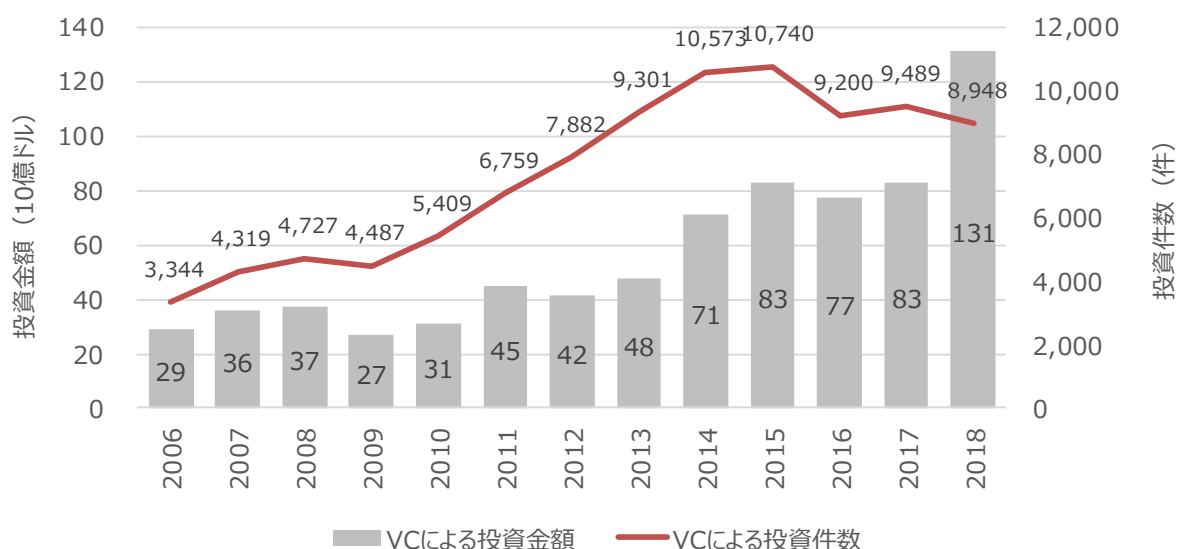


図 16 VC による投資金額及び投資件数の推移

(出所) [PitchBook Data, Inc. and National Venture Capital Association (NVCA), 2019]より筆者作成

プライベート市場における資金調達環境の改善の背景には、VC 及びプライベート・エクイティ・ファンド（以下、「PE ファンド」）による自己成長に加えて、年金等の機関投資家によるアロケーションの拡大が背景にあるものと考えられる。

図 17 のグローバルな年金のアセット・アロケーションの推移を見ると、過去 20 年間で、株式のアロケーションが 20% 減少する一方、その他として区分される VC や PE ファンドを含むオルタナティブ投資に対するアロケーションが 19% 増加しており²⁴、機関投資家のアロケーションの変更が、プライベート市場における資金調達環境の改善に寄与していることが推察される。

²² [Black, 2017]を参照。

²³ [MSCI INC., 2019]

²⁴ その他には、VC や PE ファンドの他、不動産やヘッジファンド等が含まれる。

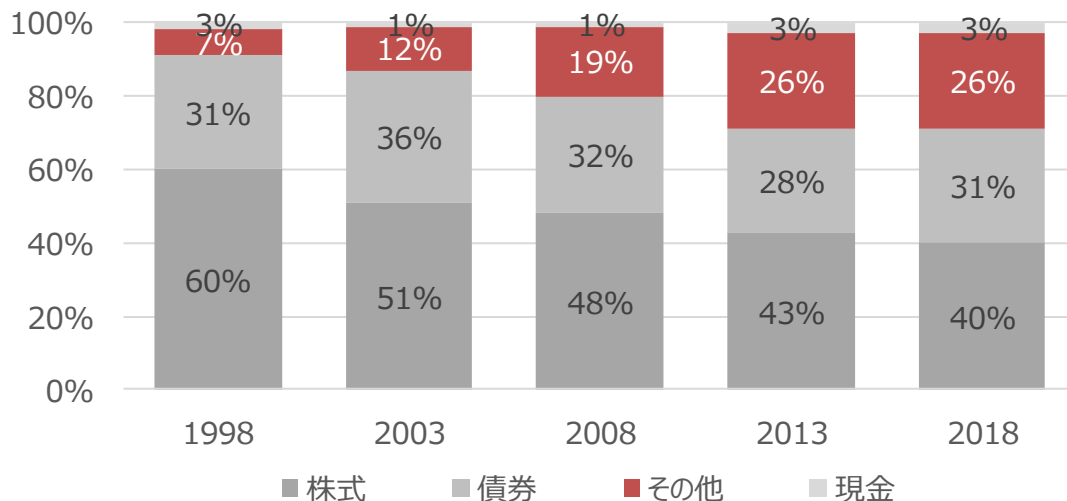
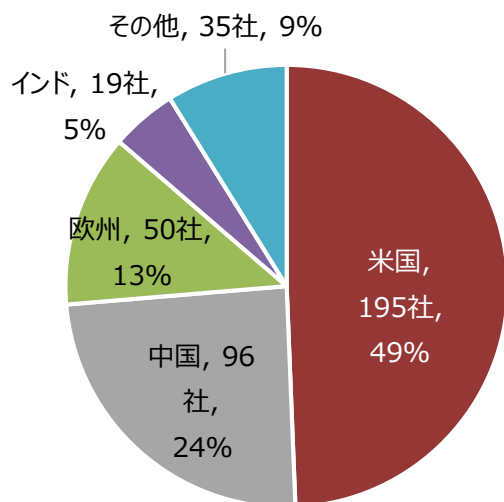


図 17 グローバル年金アセット・アロケーションの推移

(出所) [Willis Towers Watson, 2019]より筆者作成

また、近年、新聞等のメディアでも頻繁に取り上げられているとおり、ユニコーンと呼ばれる、直近の資金調達時における評価額が 10 億ドルを超えた未上場会社の数も年々増加している。図 18 のとおり、米国だけで、2014 年以降、毎年数十社が新たにユニコーン仲間入りしており、2019 年 9 月 9 日時点で、その数は 195 社に達している。

地域別の内訳 (395 社)



評価額が 10 億ドルを超えた年の分布

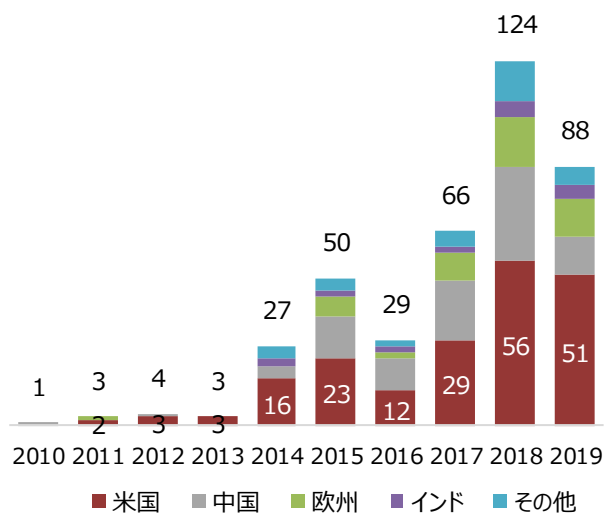


図 18 ユニコーンの地域別及び年別の分布

* 年別の分布は、2019 年 9 月 9 日時点のユニコーンを対象に分析。既に IPO や M&A でイグジットを果たし、ユニコーンではなくなった会社が除外されていることに留意。

(出所) [CB Insights, 2019a] (2019 年 9 月 9 日時点) より筆者作成

近年では、VCに加えて、主に上場会社に投資を行う運用会社が、近い将来のIPOを見据えて規模の大きい未上場会社の資金調達に参加する事例が増えている。[Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]によると、2016年12月までにFidelity Investmentsは51.9億ドル、T. Rowe Priceは20.8億ドルを未上場会社に投資を行っている。

さらに、2017年5月にソフトバンクグループが立ち上げた運用総額970億ドル²⁵のソフトバンク・ビジョン・ファンド²⁶も、未上場会社の更なる大型化及びIPO時期の後ろ倒しを引き起こしている。2017年中のIPOが噂されていたビジネス向けチャットツール「Slack」のCEOが、2017年9月に、ソフトバンク・ビジョン・ファンド等から2.5億ドルの資金調達を行い、その後のBloombergのインタビュー²⁷において、「IPOはしばらく行わない」と語るなど²⁸、投資先企業の上場時期に影響を与えていることが分かる。

こうした機関投資家及び事業会社からの資金調達に加えて、個人投資家からの新たな資金調達手段の登場も未上場会社の資金調達環境に大きな影響を与えている。2015年10月に未上場会社によるクラウドファンディングが認められて以来、2016年末までに156社の発行体により163件の資金調達がクラウドファンディングを通じて行われている²⁹。

これらのIPO以外での資金調達手段の拡大が、未上場会社がより長い期間、未上場であることを許容しているものと考えられる。

3.4.3.4 上場のメリットの低下

それではなぜ、未上場会社は、早期のIPOを目指すのではなく、未上場で居続けること選好するのであろうか。会社が未上場であることを選好する理由は、上場に伴うコスト及びリスクと比較した、相対的な上場のメリットの低下によって説明することができる。

上場の主なメリットは、資金調達手段の多様化並びに流通市場が提供する価格発見機能及び流動性の獲得である。資金調達手段の多様化については、前述のとおりプライベート市場における資金調達環境が大幅に改善したことで、未上場と比較した相対的なメリットは低下しているものと思われる。

次に、価格発見機能であるが、近年、適正な価格発見のための情報発信の中心的な役割を担うアナリストの中小型株のカバレッジが低下し、中小型株の適正な価格発見の機能が低下していると言われている。この理由として、投資銀行におけるアナリストカバレッジに係る規制及びコンプライアンス・コストの増加や、投資銀行の統廃合に伴う投資銀行数の減少、MiFID IIの導入による影響等が指摘されている³⁰。主要投資銀行のリサーチ予算は2008年の8.2兆ドルから、2016年には4兆ドルと半分以下に減少しており、アナリストの人数も、2012年の6,634人から、2016

²⁵ 2019年6月30日時点。

²⁶ ソフトバンクグループは2019年7月にソフトバンク・ビジョン・ファンド2の設立を発表。発表時点の覚書に基づく本ファンドへの出資予定額は合計約1,080億ドル。

²⁷ [Huet Lanxon, 2019]

²⁸ Slackは2019年6月に上場時にオファリングを行わないダイレクト・リスティングと呼ばれる手法でニューヨーク証券取引所（以下、「NYSE」）に上場を果たした。

²⁹ [Ivanov, "U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act", 2017]

³⁰ 例えば、[U.S. Department of the Treasury, 2017]等。

年には5,981人と僅か4年間で約10%減少している³¹。

また、流動性の観点では、中小型株の板の厚みの低下が問題として指摘されている。1975年のUTP（Unlisted Trading Privileges・非上場特権）制度の導入により、上場株式は上場する取引所以外でも売買が可能となり、1998年のレギュレーションATS、2006年のレギュレーションNMSの導入により執行市場間の競争が加速し、結果として市場の分断が発生している。この市場の分断は、流動性の観点では、大型株では大きな問題とはならないものの、中小型株では、各市場の板の厚みが薄くなることで、大口注文執行時のマーケット・インパクト・コストが上昇し、売買が困難になるとの指摘もある³²。

プライベート市場との比較での相対的なメリットの低下としては、投資コミュニティ及び主要メディアの短期志向化も挙げられる。四半期開示制度や役員報酬に占める株式の割合の上昇等により、投資家及び経営者を含む投資コミュニティや、会社の業績を報道する主要なメディアにおいて、長期的な成長よりも、四半期毎に開示される短期的な収益を重視する傾向が指摘されている³³。特に、まだ成長過程にあり、短期的な利益よりも、投資の継続による長期的な成長を目指す会社においては、この上場会社を取り巻く短期志向化は、上場のメリットを低下させる要因になっているものと考えられる。

3.4.3.5 上場に伴うコスト及びリスク

上場に伴うコスト及びリスクの高さも、IPO企業の大型化及び成熟化に大きな影響を与えている。最も分かりやすいIPO費用について確認すると、2018年にIPOを行った会社の引受手数料を除くIPO費用の中央値は4.1百万ドル（約4.5億円）で、引受手数料の中央値は10.1百万ドル（約11.1億円）であった³⁴。このIPO費用だけでも、経済合理性を持ってIPOを行うためには相当の規模が求められることが分かる。

IPO企業の規模の差もあるため単純比較はできないが、一般的に引受手数料を除く日本のIPO費用は数千万円程度と言われており、米国市場のIPO費用が日本と比較して圧倒的に高いことが分かる。この最大の理由は、弁護士のIPOプロセスへの関与の有無である。米国では弁護士のIPOプロセスへの関与が必須であるのに対して、日本では通常、弁護士はIPOプロセスに直接関与しない。米国のIPO費用のうち最も大きな費用は弁護士に対する支払いであり、2018年のIPOに関する弁護士費用の中央値は1.9百万ドル（約2.1億円）であった。弁護士費用については、米国における弁護士に対する報酬の水準の高さもあるが、米国市場における証券クラスアクションを含むリーガル・リスクの高さがその背景にあるものと考えられる。

また、米国のIPO市場における中小型のIPOの引受手数料率は7.0%となっている。一般的にIPOの規模が大きくなるほど引受手数料率が低下する傾向にあるが、[Ritter, 2019]によると、1988年以降、IPOの引受手数料率の中央値は一貫して7.0%となっており、1991年以降は継続的に過半の会社の引受手数料率が7.0%となっている。なお、2018年は68%のIPOの引受手数料率が7.0%で

³¹ [Kolchin, 2018]

³² 例えば、[U.S. Department of the Treasury, 2017] 及び [Nasdaq, Inc., 2017]を参照。

³³ 例えば、[Nasdaq, Inc., 2017]を参照。

³⁴ 2018年末時点の為替レート1ドル=109.69円で換算。

あった。

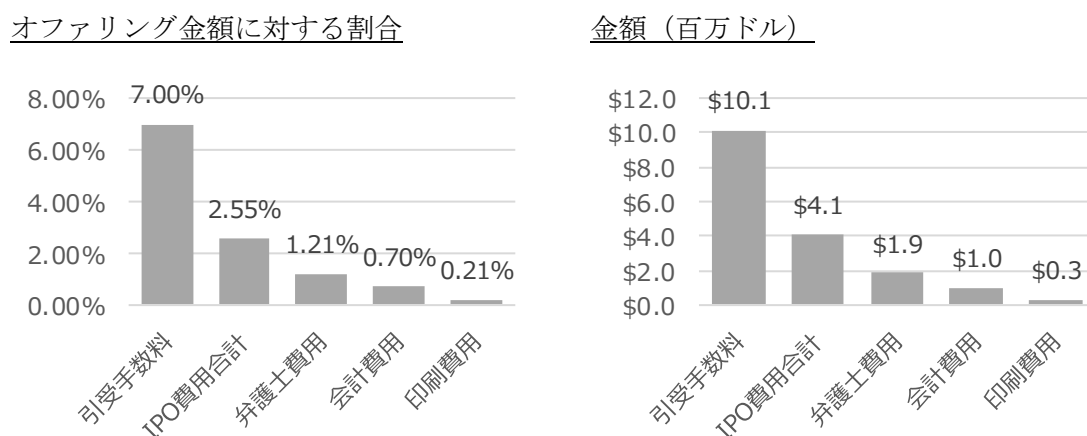


図 19 引受手数料及び IPO 費用の中央値 (2018 年)

(出所) [Proskauer Rose LLP, 2019]より筆者作成

IPO 費用のほか、SOX 法³⁵やドッド・フランク法³⁶等による規制の遵守コストの上昇、証券クラスアクションの対象となるリスクの上昇³⁷、株主提案対応に係るコストの上昇³⁸、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンのターゲットとなるリスクの上昇³⁹等が、上場に伴うコスト及びリスクの上昇要因として指摘されている⁴⁰。[The IPO Task Force, 2011]によると、SOX 法に基づく内部統制報告、リーガル・コスト、会計コストを含む上場後のコストの平均は 1.5 百万ドル (約 1.2 億円) であった⁴¹ (図 20)。

これらの上場のメリットの低下並びに上場に伴うコスト及びリスクの上昇より、特に中小規模の会社にとっての上場の魅力が低下し、結果として IPO の大型化が進んでいるものと考えられる。

³⁵ Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act。財務報告に係る内部統制の有効性を評価した内部統制報告書の作成等を義務付けた 2002 年に成立した連邦法。

³⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act。大規模な金融機関への規制強化、金融システムの安定を監視する金融安定監視評議会の設置、金融機関の破綻処理ルールの策定、銀行によるリスクの高い取引に対する規制等を定めた 2010 年に成立した連邦法。

³⁷ 証券クラスアクションに関するリスク及びコストの詳細については、**4.3 証券クラスアクション**を参照。

³⁸ 株主提案対応の詳細については、**4.4 株主提案**を参照。

³⁹ アクティビストによるキャンペーン及びプロシキーフアイトの詳細については、及び**4.5 アクティビスト・ファンドによるキャンペーン**及び**4.6 委任状争奪戦と議決権行使を巡る課題**を参照。

⁴⁰ 例えば、[Kolchin, 2018]を参照。

⁴¹ 2011 年末時点の為替レート 1 ドル=76.91 円で換算。

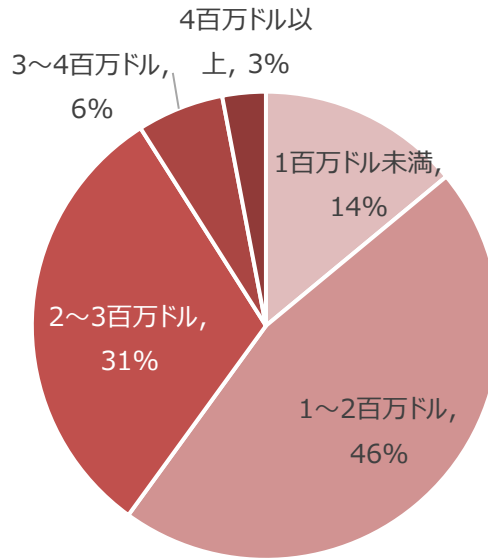


図 20 年間上場維持コスト

* The IPO Task Force が 2011 年 8 月に 2006 年以降に上場した上場会社の 35 人の CEO に対して、内部統制報告 (SOX 法)、リーガル・コスト、会計コストを含む年間上場維持コストについて行ったアンケートの回答に基づくデータ。上場間もない会社を対象としたデータであることに留意。

(出所) [The IPO Task Force, 2011]より筆者作成

3.4.3.6 中小規模の投資銀行の減少

IPO を行うためにはブックランナー（幹事証券会社）を任命する必要があるが、投資銀行によって、引受を行うか否かの判断基準は異なっている。一般的に、大手投資銀行ほど、IPO 規模の観点でより厳しい引受判断の基準を持っており、彼らは小規模の IPO の引受けには消極的と言われている。

近年、投資銀行の統廃合等により、ブックランナーを務めることができる中小規模の投資銀行が減少している。1996 年と 2018 年の IPO でブックランナーを務めた投資銀行の社数を比較すると、1996 年には 143 社あったのに対して、2018 年には 74 社と約半分に減少している。こうしたこれまで規模の小さい IPO を積極的に引き受けてきた中小規模の投資銀行の減少も、IPO の大型化を促す要因になっているものと考えられる。

3.4.4 未上場会社を対象とした買収

IPO の減少のもう 1 つの要因として、未上場会社を対象にした M&A 市場の拡大が挙げられる。

図 21 に、VC から資金調達を行った会社による IPO 及び M&A の件数の推移と、IPO と M&A の合計に占める IPO の割合を示す。1996 年までは継続的に IPO が過半を占めていたのに対して、2001 年以降は M&A が過半を占め、IPO の割合は 2008 年以降、概ね 10% 未満となっており、イグジットの中心が IPO から M&A に移り変わっている。

また近年、バイアウト・ファンドへの売却の割合も高まっており、2018 年は IPO によるイグジ

ットが 10%であったのに対して、バイアウト・ファンドへの売却は 20%と、IPO によるイグジットを上回っている。

未上場会社への投資資金が拡大する一方で、未上場会社を対象にした M&A やバイアウト・ファンドへの売却が増加し、IPO によるイグジットの割合が低下していることが IPO の減少の要因の 1 つであると考えられる。なお、M&A の活発化の理由としては、借入コストの低下や、買収者である上場会社の高いバリュエーション⁴²等が挙げられる。

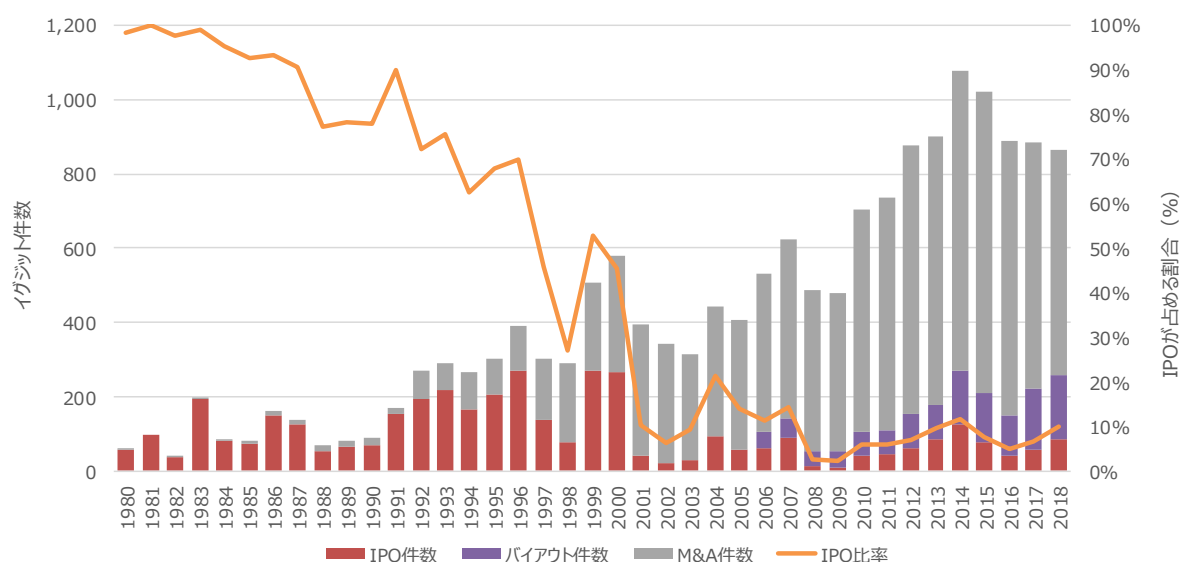


図 21 VC から資金調達を行った会社によるイグジット件数及び IPO が占める割合

(出所) [PitchBook Data, Inc. and National Venture Capital Association (NVCA), 2019]より筆者作成

3.5 上場廃止の要因

次に、上場会社数減少のもう 1 つの側面である上場廃止について見てみたい。図 22 及び図 23 に、上場廃止理由別の割合及び社数の推移を示す。

上場廃止の理由は、①M&A による上場廃止、②上場廃止基準抵触による上場廃止、③会社の申請による上場廃止（ボランタリーな上場廃止）の 3 つに大別される。まず、上場廃止理由別の割合であるが、①の M&A が継続的に過半を占め、最大となっている。その割合は、大きくは変動していないものの、やや M&A による上場廃止の割合が上昇傾向にあり、上場廃止基準抵触による上場廃止の割合が低下傾向にあることが分かる。

⁴² 買収者のバリュエーションよりも低いバリュエーションで買収を行う場合、買収発表後の買収者のバリュエーションが変化しないとの前提では、株価の押し上げ要因となるため、買収者の高いバリュエーションは、M&A を積極化させる効果がある。

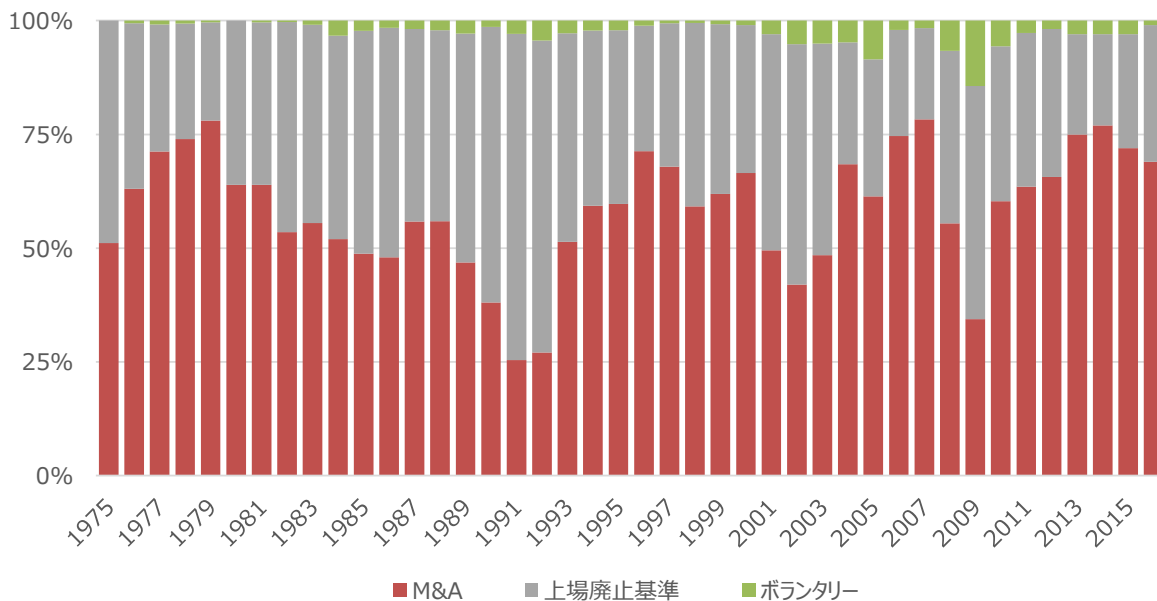


図 22 上場廃止理由別の割合の推移

(出所) [Doidge, Karolyi, Stulz, 2015]及び [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]より筆者作成

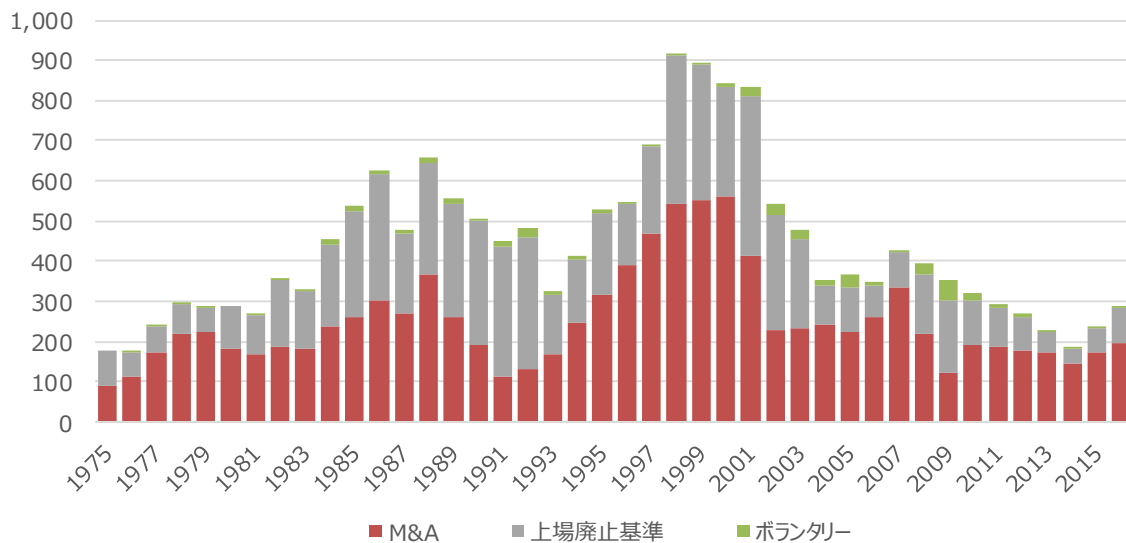


図 23 上場廃止理由別の社数の推移

(出所) [Doidge, Karolyi, Stulz, 2015]及び [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]より筆者作成

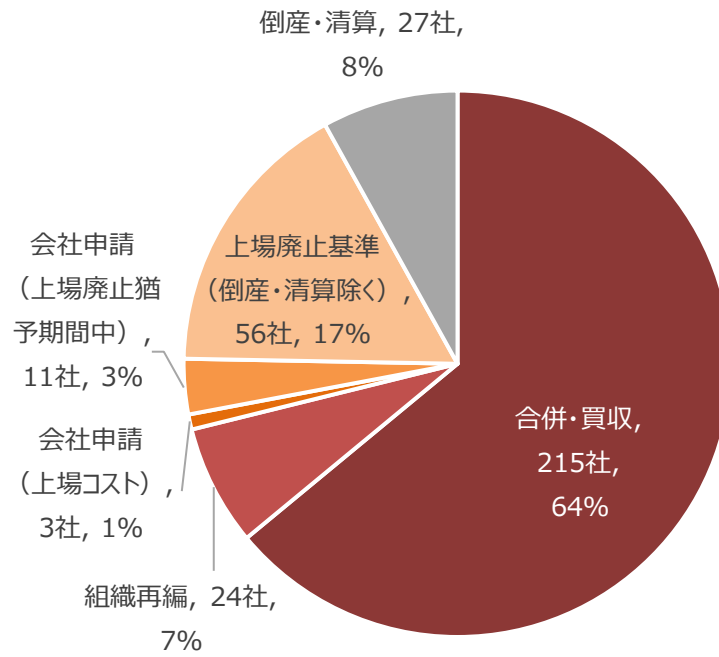


図 24 米国企業の上場廃止理由 (2016 年)

* 2016 年に国法証券取引所から上場廃止となった米国籍企業が対象。

* 複数種類株の発行会社は 1 社としてカウント。SPAC、ワラント及び新株予約権を除く。

(出所) Bloomberg 及び会社開示資料より筆者作成

表 3 米国企業の上場廃止理由の詳細 (2016 年)

上場廃止理由	社数	全体に占める割合	各分類内の割合
合併・買収	215社	64%	
組織再編	24社	7%	
会社申請 (上場コスト)	3社	1%	
会社申請 (上場廃止猶予期間中)	11社	3%	100%
純資産	3社	1%	27%
株価	2社	1%	18%
複数の基準に抵触 (株価基準を含む)	4社	1%	36%
主要事業の売却	1社	0%	9%
開示義務不履行	1社	0%	9%
上場廃止基準 (倒産・清算除く)	56社	17%	100%
株価	14社	4%	25%
複数の基準に抵触 (株価基準を含む)	6社	2%	11%
時価総額	10社	3%	18%
純資産	9社	3%	16%
開示義務不履行	6社	2%	11%
主要事業の売却・中止	3社	1%	5%
流通株式時価総額	2社	1%	4%
株主数	1社	0%	2%
株主総会開催の義務の不履行	1社	0%	2%
主要株主の異動	1社	0%	2%
複数の基準に抵触 (株価基準を含まない)	2社	1%	4%
Nasdaqの裁量 (上場料の未払い等)	1社	0%	2%
倒産・清算	27社	8%	
合計	336社	100%	

* 2016 年に国法証券取引所から上場廃止となった米国籍企業が対象。

* 複数種類株の発行会社は 1 社としてカウント。SPAC、ワラント及び新株予約権を除く。

* 株価、時価総額又は純資産の基準への抵触による上場廃止をピンクで網掛けしている。

(出所) Bloomberg 及び会社開示資料より筆者作成

上場廃止理由別の社数の推移を見ると、2000 年以降、M&A による上場廃止社数は概ね一定であるものの、上場廃止基準抵触による上場廃止が減少していることが分かる。図 22 及び図 23 からは、上場廃止基準抵触による上場廃止が減少した理由は明らかではないが、図 24 及び表 3 のとおり、上場廃止基準抵触による上場廃止のうち 70%が株価、時価総額又は純資産の基準への抵

触であり、M&Aによる上場会社の大型化及びIPO企業の大型化により、マイクロキャップの会社が減少し、株価、時価総額、純資産等の上場廃止基準に抵触する会社が減少したことが可能性として考えられる。

上場廃止理由の最大の割合を占めるM&Aによる上場廃止について、もう少し詳しく見てみる。

M&Aは大きく2つの種類に分けられる。1つは事業会社同士による戦略的なM&A、もう1つはPEファンド等によるレバレッジド・バイアウト(LBO)であり、近年のM&Aによる上場廃止のトレンドを理解する上では、LBOによる上場廃止について理解することが重要である。

[Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]によると、LBOは古くは1950年代から存在していたものの、1980年代前半まではLBOによる上場廃止は、年間数社に留まっていた。最初のLBOの波は、1980年代後半に発生し、1988年にはLBOによる上場廃止会社数は20社近くまで増加した。大型LBO案件として知られているKKRによるRJRナビスコのLBOもこの時期(1989年)に行われた。

1990年代前半はLBOによる上場廃止件数は数件と低水準であったが、1990年代後半から再び活発化した。PEファンドのLBOによる上場廃止は、2000年～2016年の上場廃止全体の約9%を占め、PEファンドによるLBOがピークとなった2006年にはその数が100社を超え、上場廃止全体の約4分の1を占めた。この数字から、PEファンドのLBOによる上場廃止が、上場廃止社数のトレンドに大きな影響を与えていることが分かる。

1980年にはPEファンドはわずか24社しかなく、買収金額の総額は10億ドルをわずかに上回る程度であったが、今日ではPEファンドは3,000社を超え、その運用額は約8,250億ドルに達していることから、PEファンドの市場での存在感が大きくなっていることが分かる。

一般的に、PEファンドの運用期間は有限で、標準的な投資期間は3年～7年と言われている。LBOにより上場廃止となった会社のすべてが再びIPOを行い、そのIPOを通じてPEファンドがイグジットしているのであれば、一時的な上場会社の減少には影響を与えるものの、長期的な影響は大きくないものと考えられる。

では、実際にIPOを通じて上場市場に戻ってくる会社の割合はどの程度なのであろうか。1970年から1990年にかけては、PEファンドのイグジットのうち、約4分の1をIPOが占めていたが、近年その割合が低下している。過去10年間のPEファンドのイグジットの割合を見ると、事業会社への売却が全体の50%超を占めており、他のPEファンドへの売却が約40%、IPOが占める割合は10%未満となっていることから、PEファンドのLBOによる上場廃止の増加も、上場会社数の減少に影響を与えているものと考えられる。

また、過去10年間のPEファンドの投資先企業によるIPOは年平均46社であったが、2016年は30社と2009年以降で最低となっており、PEファンドの投資先企業のイグジットに占めるIPOの割合が、継続して低下していることが分かる。

3.6 OTC市場

米国市場における上場廃止による投資家への影響をより正確に理解するために、上場廃止後のOTC市場の役割について確認する。

米国には、国法証券取引所が開設する上場市場とは別に、約1万の非上場銘柄が登録される巨

大な OTC 市場⁴³が存在している (図 25)。

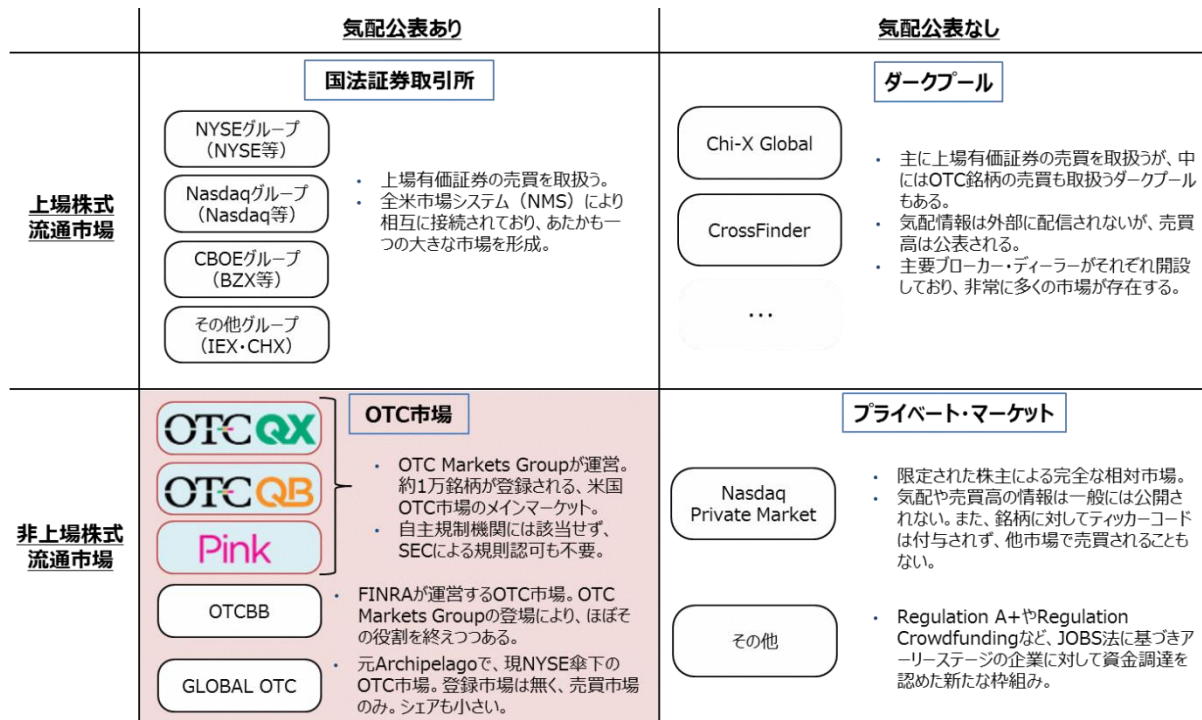


図 25 米国証券市場の概念図

(出所) 株式会社日本取引所グループ ニューヨーク駐在員事務所作成

OTC 市場では、国法証券取引所を上場廃止となった銘柄も取引が行われており、多くの場合、投資家は、上場廃止後も上場廃止となった銘柄の売買が可能となっている⁴⁴。図 26 に 2016 年に

⁴³ OTC Markets Group が運営する OTCQX、OTCQB 及び Pink と呼ばれる 3 つの市場が主要な OTC 市場となっている。OTCQX は一定の登録基準を満たした米国及び海外の優良企業向け市場、OTCQB は、継続開示を行っている米国及び海外のベンチャー企業向け市場、Pink は米国及び海外の幅広い企業向け市場となっている。2019 年 10 月 11 日時点で OTCQX には 486 銘柄、OTCQB には 964 銘柄、Pink には 9,167 銘柄が登録されている。なお、国法取引所を廃止となった銘柄の多くは、Pink で売買が継続される。

⁴⁴ 米国では、連邦法とは別に各州が定める法律があり、そのうち各州が定める証券法は、有価証券の投資勧誘行為等に関してそれぞれ独自のルールを有している。これは一般的に「ブルースカイ法」と呼ばれている。NYSE や Nasdaq 等の国法証券取引所に上場している有価証券、1940 年投資会社法に基づく登録投資会社の有価証券、政府機関等が発行する有価証券等、一定の条件を満たす有価証券についてはブルースカイ法の適用除外と定められており (1996 年施行の National Securities Market Improvement Act に基づく適用除外)、投資家の居住地を気にすることなく投資勧誘行為を行うことができる。一方、OTC Markets が運営する 3 市場は国法証券取引所には該当しないことから、証券会社や投資アドバイザー等は、OTC Markets 登録銘柄の投資勧誘を行うに際して、投資家が居住している州が定めるブルースカイ法に則って異なる対応を求められることになる。ただし、ブルースカイ法は、一定基準を満たす機関投資家には適用されず、かつ、個人を含む投資家自身が能動的に発注する行為までを禁止するものではないため、能動的な売買の機会自体は損なわれることはない。州によって異なるものの、ブルースカイ法に則って投資勧誘行為を行う場合、その対象となる有価証券の発行者の財務基準や開示情報のレベルに応じて個別対応を求められることになり、非常に煩雑な手続きとなる。したがって、証券会社や投資アドバイザーの中には OTC Markets 登録銘柄に関する投資勧誘行為を一律行っていないケースもあり、これが OTC Markets 登録銘柄に関する情報が十分ではなく、登録銘柄の流動性が伸びない一つの要因とされている。OTC Markets は、各州関係者に対して、OTC Markets 登録銘柄を当該州のブルースカイ法の適用除外としてもらうべく働きかけを行っており、2019 年 7 月時点で、OTCQX Market は 36 州、OTCQB Market は 33 州において、ブルースカイ法の適用除外と認められている。一方、ニューヨーク州、マサチューセッツ州、カリフォルニア州とい

上場廃止となった米国企業の、上場廃止理由別の上場廃止後の OTC 市場での売買の状況を示す。図 26 のとおり、少数株主が完全に排除される合併・買収及び組織再編によって上場廃止となる場合を除き、ほとんどの場合、OTC 市場で売買が継続されていることが分かる。

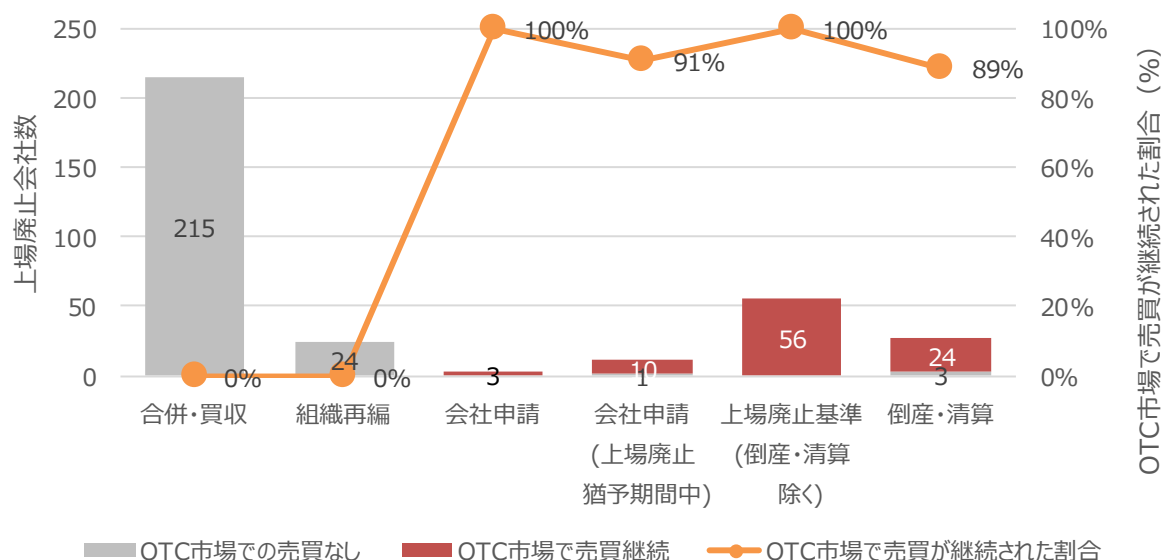


図 26 上場廃止理由別の米国企業の上場廃止後の OTC 市場での売買の状況 (2016 年)

- * 2016 年に国法証券取引所から上場廃止となった米国籍企業が対象。
- * 複数種類株の発行会社は 1 社としてカウント。SPAC、ワラント及び新株予約権を除く。

(出所) Bloomberg 及び会社開示資料より筆者作成

NYSE や Nasdaq 等の国法証券取引所に上場していた会社が上場廃止となった場合、その翌日から当該銘柄は OTC 市場で取扱われ、売買が可能である。したがって、投資家の観点から見ると、市場が変わったとしても売買機会が損なわれることはない。

具体的な流れとして、まず上場銘柄の上場廃止が決定した場合、金融取引業規制機構 (以下、「FINRA」)⁴⁵が当該銘柄に関して OTC 市場で取扱われることになる旨及びそれに伴う新しいティッカーコードの通知を FINRA 会員 (証券会社等) に発信する。各証券会社のバックオフィスでは、上場廃止に先立ち、当該通知に基づくティッカーコードの変更処理を行い、上場廃止日後のティッカーコードを自社のシステムに反映させることになる。国法証券取引所の上場廃止日は OTC 市場での新規登録・売買開始日となり、投資家側から見ると、ティッカーコードは変わっているものの、これまで同様、自分が口座を持っている証券会社のシステムを通じて価格や気配等を確認

った多くの投資家が居住している州に関しては適用除外が認められておらず、市場活性化に向けた大きな課題となっている。

⁴⁵ 2007 年 7 月に全米証券業協会 (NASD : National Association of Securities Dealers) と NYSE の会員規制部門の統合により設立された自主規制機関 (SRO : Self-Regulatory Organization)。

でき、売買もできるという環境が整備されている。また、OTC 市場から国法証券取引所に移行する際も基本的には同様の流れであり、ティッカーコードが変わり、それに対する証券会社側での対応は必要となるものの、投資家側としては市場に関係なく継続して売買が可能となる⁴⁶。

なお、OTC 市場に登録されている米国株等は、国法証券取引所の上場銘柄と同様、DTC (Depository Trust Company) /NSCC (National Securities Clearing Corporation) 適格銘柄に該当する。したがって、米国株等が上場廃止となって OTC 市場に移行したり、その逆が起きたとしても、清算決済については DTC/NSCC のプラットフォームで変わらず取り扱われる環境が整備されている。

3.7 上場会社数の減少がもたらす影響

1996 年から 2016 年の 20 年間の間に、上場会社数が半減する一方、市場全体の時価総額は約 2 倍に増加していることから、上場会社数の減少が株式市場の衰退に結び付くというわけではない。直感的には、上場会社数の減少は、経済全体にとってネガティブなサインと考えられるわけであるが、果たして上場会社数の減少は何を意味し、どのような影響をもたらすのであろうか。この上場会社数の減少がもたらす影響を図 27 にまとめる。

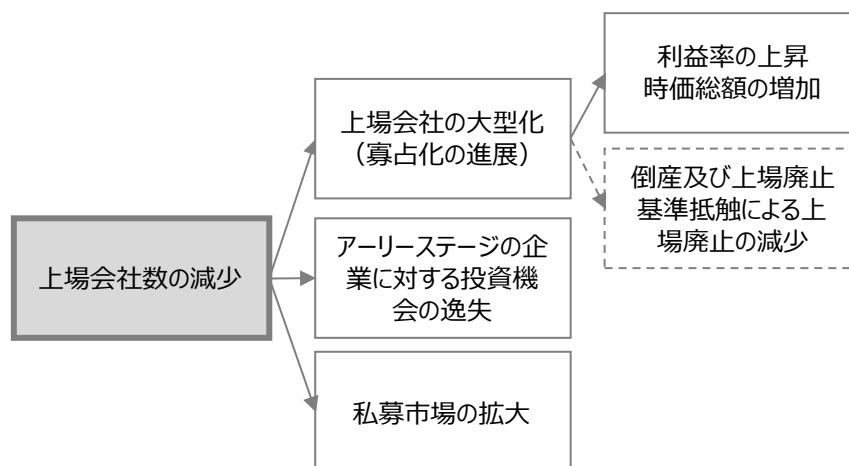


図 27 上場会社数の減少がもたらす影響

* 「破線」は因果関係は認められるものの影響が小さい要因を示す。

(出所) 筆者作成

3.7.1 上場会社の大型化と利益率の上昇

図 28 に示すとおり、1996 年から 2016 年の 20 年間の間に、上場会社数が半減し、上場時価総

⁴⁶ 例えば、American Airlines は、過去にティッカーコード AMR として NYSE に上場していたものの、2012 年 1 月に NYSE を上場廃止となったことから、新たなティッカーコード AAMRQ として OTC 市場に移行した。その後、同社は 2013 年 12 月に Nasdaq に再上場を果たしており、再上場後のティッカーコードは AAL に変わっている。NYSE→OTC 市場→Nasdaq に移行するプロセスにおいて、ティッカーコードは変更されたものの、売買機会は断絶していない。

額が2倍となったことで、上場会社の平均時価総額は4倍に上昇し、1社あたりの平均時価総額は約69億ドルとなっている。この金額は、東証に上場する会社の時価総額上位5%⁴⁷に相当する金額であり、今日の米国市場は大企業中心の市場となっていることが分かる。

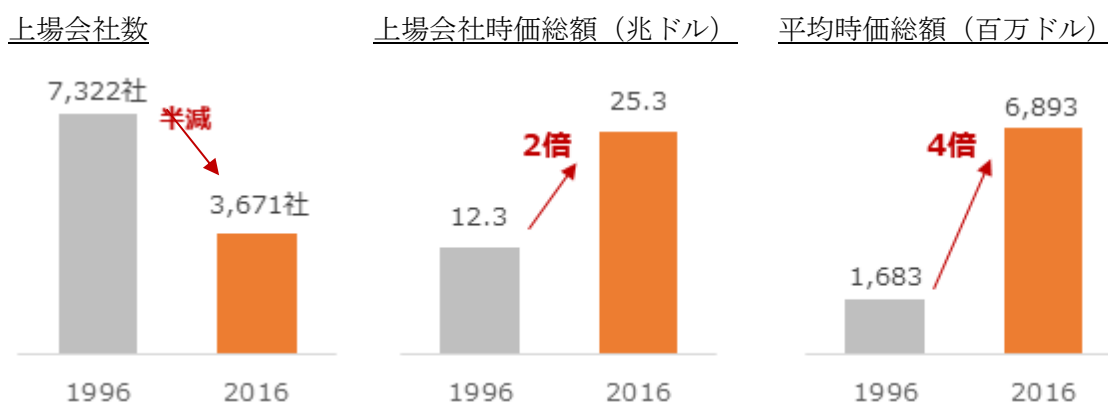


図 28 米国上場市場概観 (1996年と2016年の比較)

(出所) [Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]より筆者作成

[Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]によると、米国では過去20年間のM&Aにより、4分の3の産業で寡占化が進展した。上場会社の産業の市場における企業の競争状態を表す指標であるHHI⁴⁸も、1996年の812から2016年の1,180に上昇しており、寡占化が進展していることを示している。

寡占化は企業の収益性の向上に寄与しており、インフレ調整後のCFROI (キャッシュフロー投下資本利益率) は、1976年~1996年の平均CFROIが5.5%であったのに対して、1997年~2016年の平均CFROIは9.1%に上昇している。なお、このCFROIの改善は営業利益率の改善の貢献が大きいとされており、企業の利益率の改善が、時価総額の成長につながったものと考えられる⁴⁹。

寡占化の進展に伴い、上場会社の成熟化も進んでいる。上場会社の平均上場年数は、1996年の12年から2016年の18年に上昇している。上場会社の成熟化は、配当と自社株買いを合わせた総還元性向を高めており、ECGIによると、1995年の20.5%から2015年には47.0%と2.3倍に上昇している。

また、前述のとおり、上場会社の大型化が、株価、時価総額、純資産等の上場廃止基準に抵触する会社の減少をもたらしていることが可能性として考えられる。

3.7.2 アーリーステージの会社に対する投資機会の逸失

それでは、上場会社の減少は良い影響だけなのであろうか。最も一般的な上場会社数の減少に対する批判は、アーリーステージの会社に対する個人投資家の投資機会の逸失である。

⁴⁷ 3,578社中上位180社。2017年11月20日時点。

⁴⁸ Herfindahl-Hirschman Index。独占状態が10,000で、競争が広くいきわたるほど0に近づく。

⁴⁹ 時価総額の増加の説明としては利益の増加のほか、バリュエーションの向上が可能性として考えられる。

[Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]、[Nasdaq, Inc., 2017]及び[U.S. Department of the Treasury, 2017]は、近年のIPO企業の大規模化及び成熟化に伴い、個人投資家がアーリーステージの会社への投資を通じて大きなリターンを得る機会を逸していることを指摘している。

[Nasdaq, Inc., 2017]によると、テクノロジー・セクターの時価総額上位5社（Apple、Microsoft、Amazon、Alphabet⁵⁰及びFacebook）のうち、2000年以前に上場した3社（Apple、Microsoft及びAmazon）と2001年以降に上場した2社（Alphabet及びFacebook）を比較すると、2000年以前に上場した3社のIPOから2017年4月27日までの時価総額の平均上昇率が898倍であるのに対して⁵¹、2001年以降に上場した2社の平均上昇率は14倍であった⁵²。2001年以降に上場した企業のIPO後の時価総額の上昇率が低下しており、会社設立から上場までの期間が長期化し、IPO後の成長余地が小さくなったことで、上場市場にのみアクセスが可能な一般投資家が大きなリターンを得る機会を失っていることが分かる⁵³。

3.7.3 私募市場における資金調達の拡大

上場会社数の減少とともに、米国のプライマリー市場での大きな変化として、Regulation D等のSECの登録要件の免除を受けて募集を行う、私募での資金調達の拡大が挙げられる。SECは継続的に私募での資金調達の動向を分析したレポートを公表しており⁵⁴、この中で私募での資金調達額が、公募での資金調達額を継続的に上回っていることを報告している。なお、2017年は、公募による資金調達額が1.5兆ドルであったのに対して、私募による資金調達額は3.0兆ドルと公募の約2倍の規模となった。

3.8 米国市場のIPO市場としての魅力

これまで米国市場における上場会社数の減少と、IPOの減少について見てきたが、発行体にとっての米国市場の魅力は低下しているのであろうか。クロスボーダーIPOやユニコーンによるIPOの動向を見ると、別の側面も見えてくる。

図29に米国市場に上場する外国会社の社数と、全上場会社に占める外国会社の割合を示す。2008年までは外国会社の数が減少傾向にあったものの、2009年以降は増加に転じていることが分かる。さらに、米国企業の上場会社数の減少も手伝って、全上場会社に占める外国会社の割合は、2019年4月末には17.7%まで上昇している。

⁵⁰ Googleの親会社。

⁵¹ 1980年上場のAppleは約654倍に上昇、1986年上場のMicrosoftは約1,017倍に上昇、1997年上場のAmazonは約1,022倍に上昇。

⁵² 2004年上場のAlphabetは約25倍に上昇、2012年上場のFacebookは約4.3倍に上昇。

⁵³ 本稿では、先行研究である[Mauboussin, Callahan, Majd, 2017]及び[Nasdaq, Inc., 2017]に倣い、IPO後の時価総額の上昇率をアーリーステージの会社に対する投資機会の逸失を示す根拠として使用した。ただし、IPO後の上昇率の比較は、IPO後の経過年数を考慮しておらず、IPO後の経過年数が長いほど大きく上昇していると解釈する余地が残っているため、正確な比較ではないことに留意が必要である。

⁵⁴ [Bauguess, Gullapalli, Ivanov, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2017", 2018]、[Bauguess, Gullapalli, Ivanov, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014", 2015]及び[Ivanov Bauguess, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of Unregistered Offerings Using the Regulation D Exemption, 2009 - 2012", 2013]。



図 29 米国上場外国会社数及び外国会社が占める割合の推移

(出所) [Ernst & Young LLP, 2017a]及び WFE より筆者作成

クロスボーダーIPO において、米国市場は他の市場と比較して、より多くの外国企業を惹きつけている。 [Ernst & Young LLP, 2017b]によると、2012年から2016年の米国市場におけるクロスボーダーIPOの取引所別のIPO件数及びIPO調達額は、しばしばライバルとされるロンドン証券取引所と比較して、IPO件数では約2倍、IPO調達額では約6倍となった(図29)。過去3年間のユニコーンによる米国市場におけるIPOは18社に留まっており、IPO市場における存在感は限定的であるが、18社のうち4社は外国企業であり、米国市場は、海外のユニコーンからIPO市場として選好されていることが分かる。

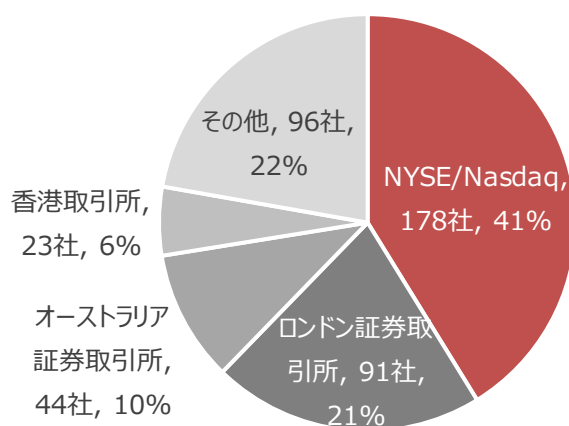


図 30 取引所別クロスボーダーIPO件数 (2012年～2016年)

* 中国企業による香港取引所へのIPOを除く。

(出所) [Ernst & Young LLP, 2017b]より筆者作成

また、[CB Insights, 2019b]によると、歴代の VC から資金調達を行った全世界の会社のイグジットのうち、イグジット時の評価額が 20 億ドル以上の米国企業 46 社中 30 社が米国市場での IPO での上場であり⁵⁵、規模が大きい未上場会社のイグジットの手段として米国市場での IPO が選好されていることが分かる。

これらの事実からは、非常に規模が大きい未上場会社にとっては、米国市場への IPO は依然として魅力的なイグジット手段であり、他国の IPO 市場との比較でも相対的に魅力が高いことが読み取れる。

3.9 JOBS 法が与えた影響

各種規制改正も、上場コストの形で、IPO 市場や上場会社数の動向に大きな影響を与えている。IPO 市場に最も大きな影響を与えた近年の規制改正は、2012 年 4 月に成立した JOBS 法⁵⁶である。中でも会社に大きな影響を与えたのは、売上高が 10 億ドル以下の EGC (Emerging Growth Companies、新興成長企業) という新たな公開会社のカテゴリーの創設である⁵⁷。EGC のステータスを保持する企業に対しては、SOX 法で求められている年次報告書 (Form 10-K) での内部統制に関する監査法人の証明書を提出しないことを選択出来るなど、多くの規制の免除が認められている。表 4 に EGC の定義と主な EGC に対する開示等の規制緩和の内容をまとめる。

⁵⁵ 2019 年 9 月 17 日時点。

⁵⁶ Jumpstart Our Business Startups Act。オバマ政権下の 2012 年 4 月に成立した連邦法。

⁵⁷ JOBS 法 Section 101 で、1933 年証券法 Section 2(a)(19) 及び 1934 年証券取引所法 Section 3(a)(80)を新設し、EGC の定義の追加を規定。なお、2002 年サーベンス・オクスリー法では 1934 年証券取引所法の定義を参照。

表 4 EGC の定義及び主な EGC に対する開示等の規制緩和

<p>EGC の定義</p> <p>直近に終了した会計年度において 10 億ドル以下の売上げとなっている会社を EGC と定義。申請により EGC のステータスを取得した会社は、以下のいずれかの日が到来するまで、EGC のステータスを維持できる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 売上高が 10 億ドルを超える会計年度の最終日 ◆ IPO から 5 年目となる日を含む会計年度最終日 ◆ 過去 3 年間に合計 10 億ドル以上の株式転換できない社債を発行したこととなる日 ◆ 大規模早期提出会社 (Large Accelerated Filer) として認識されることとなる日
<p>主な EGC に対する開示等の規制緩和</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ ファイリング前の IPO 需要調査⁵⁸ <ul style="list-style-type: none"> - EGC は、QIB (Qualified Institutional Buyers) 及び IAI (Institutional Accredited Investors) に対し、ファイリング前に IPO 需要調査を行うことができる。 ◆ コンフィデンシャル・ファイリング (非公開での SEC へのファイリング)⁵⁹ <ul style="list-style-type: none"> - IPO を行う会社はオフリング前に、SEC による S-1 (届出書) のレビューを受ける必要がある。レビューを受ける S-1 (届出書) のドラフトは EDGAR を通じて開示され、SEC からのコメントについてもすべて開示される。 - EGC は、SEC による S-1 (届出書) のレビューを非開示で行うことが認められており、S-1 (届出書) の開示はロードショー開始の 15 日前⁶⁰までで足りる。 ◆ 監査済み財務諸表 <ul style="list-style-type: none"> - S-1 (届出書) において通常は過去 3 年間の連結財務諸表の掲載が要求されるが、EGC は過去 2 年間の連結財務諸表の掲載が認められる。 ◆ ハイライト情報 <ul style="list-style-type: none"> - S-1 (届出書) において通常はハイライト情報として、過去 5 年間の財務情報の掲載が要求されるが、EGC は過去 2 年間の財務情報の掲載が認められる。 ◆ 年次報告書 (Form 10-K) での内部統制に関する監査法人の証明書 <ul style="list-style-type: none"> - EGC は年次報告書 (Form 10-K) での内部統制に関する監査証明義務を負わず、CEO 及び CFO による書名で足りる。なお、米国では EGC に限らず、上場日を含む会計年度は、内部統制報告の対象外⁶¹。

(出所) SEC より筆者作成

⁵⁸ 2019 年 12 月以降、すべての会社に適用拡大。

⁵⁹ 2017 年 7 月以降、すべての会社に適用拡大。

⁶⁰ JOBS 法では 21 日前までとされていたが、JOBS 法 2.0 とも呼ばれる 2015 年 Fixing America's Surface Transportation (FAST) Act で 15 日前に緩和された。

⁶¹ 日本では上場した初年度から内部統制報告の対象となるため、内部統制報告対応を上場前に、上場準備と並行して行う必要があるが、米国では上場の翌事業年度から内部統制報告の対象となるため、通常、上場後に内部統制報告対応準備を開始する。そのため、米国では上場準備及び内部統制報告対応準備の作業負荷の時期的な分散が可能。

JOBS 法による改正においては、IPO 市場の活性化策として EGC のカテゴリーを創設し、各種の規制緩和を行った一方、Regulation D、Regulation CF 及び Regulation A+の SEC の登録免除を用いたプライベート市場における資金調達に関する規制緩和を行うなど、IPO 市場の活性化とプライベート市場における資金調達の活性化を目的とする規則改正の両方が行われた。(表 5)。

表 5 JOBS 法の概要

編	タイトル	概要
Title I	Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies	「新興成長企業 (EGC)」と呼ばれる新たな公開会社のカテゴリーを定め、コンフィデンシャル・ファイリングの許可、需要調査の許可、開示要件の緩和、上場後5年間のSOX法監査の免除等を導入。
Title II	Access to Capital for Job Creators	一定の条件下でのRegulation D オフリングにおける一般勧誘禁止の廃止。
Title III	Crowdfunding	レギュレーション・クラウドファンディング。未上場会社にブローカー又は資金調達ポータルを通じて、12か月間で最大100万ドルの資金調達を許可。
Title IV	Small Business Capital Formation	Regulation A+。Regulation Aの資金調達額の上限を12か月間で最大500万ドルから5,000ドルに引き上げ。
Title V	Private Company Flexibility and Growth	SEC登録義務が発生する株主数の閾値を引き上げ。
Title VI	Capital Expansion	
Title VII	Outreach on Changes to the Law	一般規定。

(出所) SEC より筆者作成

図 31 のとおり、2012 年の JOBS 法の成立以降、バイオテック企業による IPO が増加しており、JOBS 法は IPO 市場の活性化に一定の効果を果たしたものと考えられる。

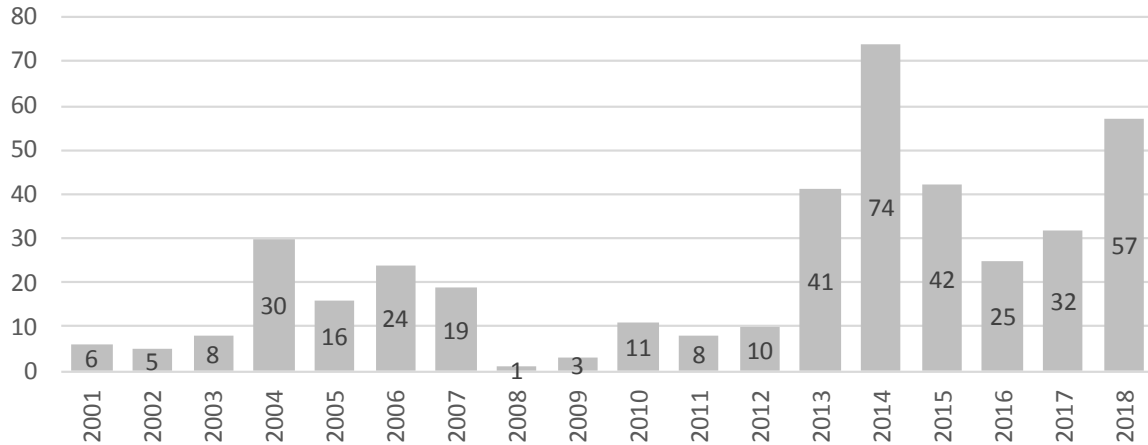


図 31 バイオテック企業の IPO 件数の推移

* 公募価格 5 ドル未満の IPO 及び CRSP に掲載されていない IPO を除く。

(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

一方で、JOBS 法の施行後、プライベート市場での資金調達が活性化しており⁶²、プライベート市場での資金調達がより魅力的となることで、IPO の活性化との観点では、負の効果をもたらしている可能性も考えられる。

規制改正による上場会社数への影響を考える上で、前提として理解しておかなければならないことは、政策立案者の目的が、例えば、会社の資金調達の促進である場合、その資金調達が上場市場で行われるか、プライベート市場で行われるかはあまり重要ではないということである。政策立案者の目的が、上場会社数の減少をもたらす影響として説明した「アーリーステージの会社に対する投資機会の逸失」の解消であった場合、IPO に係る規制を緩和して、より早期に IPO を行うことができる環境を提供するか、個人投資家にプライベート市場での資金調達に参加できる機会を提供するかの 2 つの選択肢が存在している。

近年の規制動向及び SEC 幹部の発言を観察している限りでは、今後の規制改正も、IPO 市場の活性化とプライベート市場での資金調達の活性化の両方が同時並行で議論されていく可能性が高いと思われる。[U.S. Department of the Treasury, 2017]の中でも、IPO 市場の活性化及びプライベート市場での資金調達の活性化のそれぞれを目的とする提言がされている。結果として、今後、上場会社や IPO に関する規制緩和が行われたとしても、プライベート市場での資金調達がより魅力的となることで、IPO 件数及び上場会社数の増加には直接は繋がらない可能性も考えられる。

3.10 本章のまとめ

以下に本章の要点をまとめる。

- 1996 年以降、米国市場の内国上場会社数が約半分に減少した。

⁶² 詳しくは、3.4.3.3 プライベート市場における資金調達環境の改善を参照。

- 上場廃止会社数は、1984年から1992年及び1995年から2003年に一時的な増加が見られるものの、2000年以降は緩やかな減少傾向にあり、必ずしも上場廃止会社数が増加しているというわけではない。したがって、内国上場会社数の減少は、新規上場会社数の減少が主な要因と考えられる。
- 新規上場会社数の減少は、小規模なIPOの減少に伴うIPO企業の大型化及び成熟化、並びに未上場会社を対象にしたM&A市場の拡大が直接的な要因と考えられる。
- IPO企業の大型化及び成熟化の背景には様々な要因が考えられるが、プライベート市場における資金調達環境の改善と、上場に伴うコスト及びリスクの上昇による、プライベート市場に対する相対的な上場市場の魅力の低下が主な理由と考えられる。
- 2018年にIPOを行った会社の引受手数料を除くIPO費用の中央値は4.1百万ドル（約4.5億円）で、引受手数料の中央値は10.1百万ドル（約11.1億円）であり、このIPO費用だけでも、経済合理性を持ってIPOを行うためには相当の規模が求められることが分かる。
- 一方で、ユニコーンのイグジット及びクロスボーダーIPOに関するデータからは、非常に規模が大きい未上場会社にとっては、米国市場へのIPOは依然として魅力的なイグジット手段であり、他国のIPO市場との比較でも相対的に魅力が高いことが読み取れる。
- 企業の資金調達に最も大きな影響を与えた近年の規制改正は、2012年4月に成立したJOBS法であり、JOBS法では、IPO市場の活性化とプライベート市場における資金調達の活性化を目的とする規則改正の両方が行われた。IPO市場の活性化に一定の効果を与えたものの、プライベート市場での資金調達環境も改善しており、上場会社数の増加への効果は、正の影響と負の影響が混在している。近年の規制動向及びSEC幹部の発言を観察している限りでは、今後の規制改正も、IPO市場の活性化とプライベート市場での資金調達の活性化の両方が同時並行で議論されていく可能性が高いと思われる。

4 上場コストの正体と株主第一主義

4.1 本章の目的

本章では、上場会社数減少の理由の1つである上場コストの正体を解き明かすべく、第3章で上場に伴うコスト及びリスクの上昇要因として挙げた、証券クラスアクション、株主提案及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーンについての分析を行う。

これらの分析の前提として、第2節では、米国の取締役の行動原理を理解するために、米国市場における株主第一主義の法的根拠ともなっている、株主に対する取締役の義務である「取締役のフィデューシャリー・デューティー」について確認する⁶³。

第3節では、米国市場における証券クラスアクションの分析を行う。上場会社が証券クラスアクションを提起される割合を確認した上で、歴史的なトレンド、クラスアクションの仕組み及び和解金額についての分析を行う。

第4節では、米国市場における株主提案の分析を行う。企業の厄介者（Corporate Gadflies）と呼ばれる、幅広い企業に実質的に同様の提案を繰り返し行う個人投資家に焦点を当て、米国市場における株主提案対応のコストと最近のトレンドを分析する。

第5節では、米国企業を対象とするアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの分析を行う。上場会社がアクティビスト・ファンドによるキャンペーンのターゲットとなる割合を確認した上で、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの戦術及び目標について分析する。

最後に、第6節では、株主提案及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーン対応のコストの上昇要因の1つでもある議決権行使を巡る課題を、2017年のP&Gとトライアンの委任状争奪戦の事例を参考に分析する⁶⁴。

4.2 取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティー

4.2.1 株主第一主義の法的根拠

米国では、上場会社の取締役の株主に対する義務を「フィデューシャリー・デューティー」という⁶⁵。このフィデューシャリー・デューティーは、米国の会社法上の取締役の株主に対する義務を総称する抽象的義務概念である。フィデューシャリー・デューティーは、注意義務及び忠実義務という2つの基本的な義務からなり、取締役は、誠実かつ相当な注意を持って、株主の最善の利益のために行動しなければならない。

米国の経営者の間では、株主に対するフィデューシャリー・デューティー、つまり、取締役は常に株主の最善の利益のために行動しなければならないとの認識が広く共有されている。筆者が

⁶³ 第2節は、[後藤, "米国における取締役のフィデューシャリー・デューティー", 2019b]に追加の説明を加え、内容を再編集して構成している。

⁶⁴ 第6節は、[後藤, "米国の議決権行使システムを巡る課題", 2018]に追加の説明を加え、内容を再編集して構成している。

⁶⁵ 米国では、州によって会社法が異なるが、本章では多くの米国上場会社の設立根拠法であるデラウェア州会社法を前提として見ていく。

米国企業の CEO や CFO と少数株主の保護について議論している時などに、しばしば CEO や CFO から「我々はフィデューシャリー・デューティーを負っており、株主の最善の利益を考えて行動している」と言及されることがある。最近では、テスラのイーロン・マスク CEO が SEC による訴訟⁶⁶に対する声明の中で「常に株主の最善の利益を考えて行動している⁶⁷」と述べているなど、米国企業の経営者にとってはごく当然の概念であることが見て取れる。なお、ここでの株主の最善の利益とは、株主代表訴訟における判例の積み重ねにより、経済的な利益と解釈されており、一般的に取締役は会社の株価を上昇させるために行動する義務を負っていると理解されている。

この取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーこそが、米国市場における株主第一主義の法的根拠であり、株主代表訴訟やアクティビストによるキャンペーンは、取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーを前提として行われている。

4.2.2 株式会社のフィデューシャリー

米国法において、ある者が、他人の利益のために行動する義務を負う関係を一般に信認関係 (Fiduciary Relationship) といい、この法原理をフィデューシャリー法理という。信認関係は、ファンドマネージャーによる資産運用・管理、株式会社の取締役としての経営判断、医師の医療行為、弁護士の守秘義務を伴う弁護活動等、通常、高度な義務が要求される関係が例として挙げられる (図 32)。

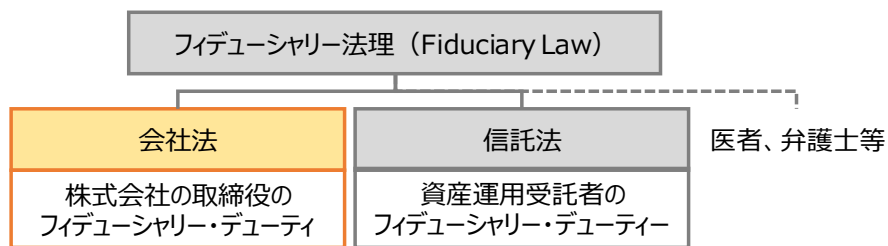


図 32 フィデューシャリー法理と取締役のフィデューシャリー・デューティーの関係

(出所) 筆者作成

会社法においては、取締役と会社及びその所有者としての株主との関係は信認関係であるとされ、米国におけるコーポレート・ガバナンスの進展に伴い裁判所で判例が積み重ねられ、取締役のフィデューシャリー・デューティーの理論が展開されてきた。

⁶⁶ SEC は 2018 年 9 月 27 日に、テスラのイーロン・マスク CEO を詐欺の疑いで提訴した。2018 年 8 月 7 日に、マスク CEO は、テスラを 1 株当たり 420 ドルで非公開化する取引を検討しており、資金は確保されているとのメッセージを Twitter に投稿した。訴状は、マスク CEO は資金の出し手である投資家の候補との間で価格を含む主要な条件を確認していないだけでなく、協議も行っていなかったとし、株式非公開化計画が投資家を欺いたと主張した。なお、テスラ及びイーロン・マスク CEO は 2018 年 9 月 29 日に SEC と和解した。

⁶⁷ 原文は” I have always taken action in the best interests of truth, transparency and investors. Integrity is the most important value in my life and the facts will show I never compromised this in any way.”。

4.2.3 取締役のフィデューシャリー・デューティーの枠組み

デラウェア州設立の法人は、デラウェア州会社法等に別段の定めがある場合を除き、取締役又は取締役会の指示に基づいて運営される。取締役は、経営責任を果たすにあたり、会社及び株主に対してフィデューシャリー・デューティーを負う⁶⁸。したがって、経営の責任を会社から委任された取締役は、会社の利益を守り、株主の利益に関して、株主の受託者として会社に対して効果的に役割を果たさなければならない。なお、詳しくは、**4.3.3.1 上場会社及び役員株主に対する法的責任**で述べるが、株主代表訴訟では、M&Aに関する経営判断に関して取締役のフィデューシャリー・デューティーが争われることが多い。

フィデューシャリー・デューティーは、伝統的な①注意義務 (Duty of Care) 及び②忠実義務 (Duty of Loyalty) のほかに、これらから派生した③誠実義務 (Duty of Good Faith)、④機密保持義務 (Duty of Confidentiality)、⑤慎重義務 (Duty of Prudence) 及び⑥開示義務 (Duty of Disclosure) の複数の義務を包含する義務の概念である (図 33)。

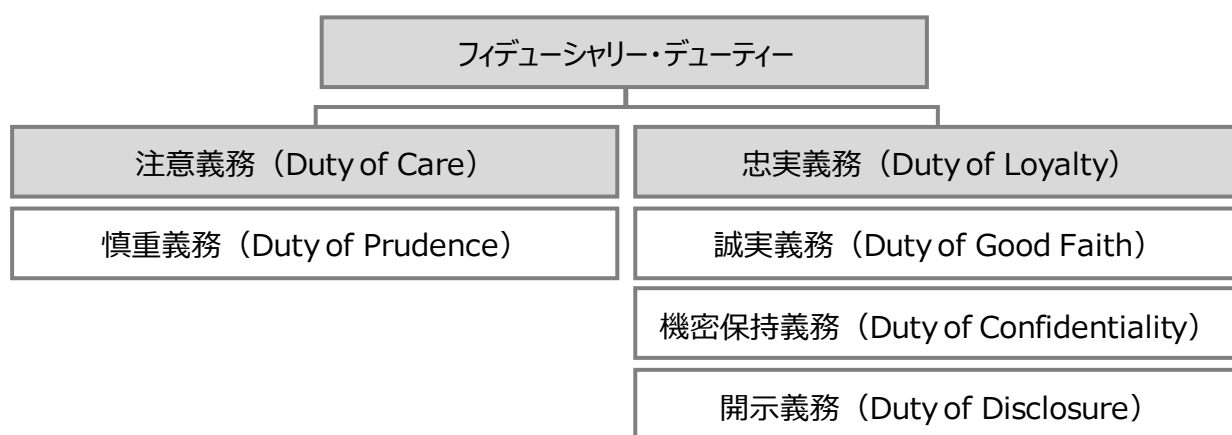


図 33 フィデューシャリー・デューティーの概念図

(出所) 筆者作成

4.2.4 経営判断の原則

デラウェア州法では、取締役が業務上の意思決定を行う場合には、上述の 6 つの義務に従って行動することが想定されており、この想定は経営判断の原則 (Business Judgment Rule) として知られている。経営判断の原則は、取締役が行った事業上の意思決定によって、結果として会社に損害を与えたとしても、その判断が誠実にかつ相当の注意を払って行われ、かつ会社と取締役の権限の範囲内で行われたものである限りは、フィデューシャリー・デューティー違反ではないとする原則であり、経営判断に伴う取締役の責任の審査基準として使用されている。

⁶⁸ Del. Code Ann. tit. 8, § 141. なお、一般的に取締役は、株主に対してはフィデューシャリー・デューティーを負っているが、債権者に対しては負っていない。ただし、デラウェア州を含む多くの州で、会社が破綻状態 (Zone of Insolvency) に陥った場合に、取締役のフィデューシャリー・デューティーは株主から債権者までに拡大されるとされている。

4.2.5 取締役のフィデューシャリー・デューティーを構成する義務

4.2.5.1 注意義務

注意義務（Duty of Care）とは、取締役が、同じ立場にある通常の慎重さをもった者が払うと考えられるレベルの注意を持ち、会社の利益を最大にする合理的な方法によって職務を遂行することを求める義務である。

注意義務は、取締役に、事業上の意思決定を下す前に、「合理的に利用可能なすべての重要な情報を自分自身に知らせること」を求めている。取締役会は、合理的に重要と考えられるすべての情報を提供しなければならないが、すべての事実を知らせる必要はない。取締役がすべての重要な情報を知らされたかは、①情報の質、②取締役会によって検討された助言、③行動を行う前に検討事項に関する知識を身に付ける十分な機会を有していたかによって判断される。また、注意義務は、取締役に對して提示された情報を受動的に受け入れること以上のことを必要とし、取締役は、会社及び株主の利益を保護するために情報を批判的な視点で評価しなければならないとされている。

4.2.5.2 忠実義務（Duty of Loyalty）

忠実義務とは、取締役が、自己の利益よりも会社の利益を優先させ、会社のために忠実に職務を遂行することを求める義務である。忠実義務は、利益相反と会社の機会に関連して問題となることが多い。なお、注意義務違反では、一定の要件を満たすことを条件に、経営判断の原則の保護を受けることがあるが、忠実義務違反では、そもそも取締役と会社の利益が異なることから、経営判断の原則の保護を受けることはない。

(1) 利益相反取引

利益相反取引とは、取締役と会社の利害が対立する取引をいう。利益相反取引では、取締役が自己に有利な取引を行う結果、会社の利益が棄損される可能性があるため、取締役は、利益相反取引を回避する義務を負っている。

ただし、すべての利益相反取引が禁止されているわけではなく、利益相反取引が取締役会に開示され、取締役会から承認を受けた場合には、忠実義務違反とはされない。より具体的には、取締役は、利益相反取引となる可能性を認識した場合、潜在的な利益相反取引を取締役会に速やかに開示し、当該決議への参加を控えることが求められる。また、訴訟リスクを軽減するために、利益相反の開示及びその審議結果を議事録として残すべきとされている。

(2) 会社の機会の奪取

忠実義務は、会社の事業に関連する機会を、取締役が自己の利益のために奪ってはならないことを求めている。つまり、取締役が、会社の事業に関連する機会を獲得しようとする場合は、取締役は、その機会を企業が自己に先立ち利用できるようにしなければならないとされている。

なお、取締役が、会社の事業に関連する機会を取締役会に提示し、利害関係のない他の取締役が、その機会に対する関心を放棄した場合、当該取締役は、自己の利益のために機会を追及しても、忠実義務違反にはならない。

4.2.5.3 誠実義務 (Duty of Good Faith)

誠実義務は、企業の取締役が、企業のフィデューシャリーとしての能力において、すべての意思決定を行うという原則を意味しており、フィデューシャリーとしての責任を意識して行動することを求めている。誠実義務違反には、①意図的に通常の実務取締役としての責任を放棄すること、②意図的に会社の利益以外の目的のために行動すること、及び③意図的に法令に違反することが含まれる。株主は、誠実義務違反で訴訟を提起する権利を有していないものの、誠実義務違反は忠実義務違反として訴訟が可能となる場合がある。

4.2.5.4 機密保持義務 (Duty of Confidentiality)

取締役は、忠実義務の一部として、機密保持義務を会社に対して負っている。機密保持義務は、取締役に、自己の利益のために会社の秘密を開示又は利用することを禁止している。

4.2.5.5 慎重義務 (Duty of Prudence)

取締役は、注意義務の一部として、慎重義務を会社に対して負っている。慎重義務は、取締役に、慎重な受託者が通常に有する注意、技能、警戒を払って財産を管理することを求めている。

4.2.5.6 開示義務 (Duty of Disclosure)

開示義務は、取締役に「完全に正直」であることを要求する。開示義務は、特定の状況において、取締役に、取締役の決定に関連するすべての事実及び状況を株主に開示することを求めている。

4.2.6 日本の会社法との比較

日本においては、会社法 330 条⁶⁹により、株式会社の取締役は会社から経営の委任を受けていると考えられており、この委任の関係には、民法 664 条⁷⁰の委任に関する規定が適用され、会社から委任を受けた取締役は善良な管理者の注意をもって、経営を行う義務を負っている。この義務は「善管注意義務」と言われており、米国における注意義務と概ね同様の義務である。

また、会社法 355 条は「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」という、「忠実義務」を定めており、こちらも米国における忠実義務と概ね同様の義務である。

さらに、経営判断の原則についても、日本ではアパマンショップ株主代表訴訟事件判決事件において、2010 年の最高裁において承認されたと理解されている⁷¹。

このように、会社法上の取締役の義務については、日米で大きな違いがないようにも思われる

⁶⁹ 会社法 330 条 (株式会社と役員等との関係)「株式会社と役員及び会計監査人との関係は、委任に関する規定に従う。」

⁷⁰ 民法 664 条 (受任者の注意義務)「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。」

⁷¹ 例えば [寺崎, 2010]を参照。

が、実際には、米国法と日本法の間には決定的な違いが存在している。それは、米国法における取締役のフィデューシャリー・デューティーが株主に対する義務であるのに対して、日本法においては、取締役が直接に義務を負うのは会社であり、株主に対してではないことである⁷²。この取締役が義務を負う対象の違いが、日本と米国の取締役の義務に対する認識や、行動原理を大きく異なるものとしている理由と考えられる。

4.3 証券クラスアクション

4.3.1 上場会社が証券クラスアクションを提起されるリスク

米国市場における上場会社数の減少を米国資本市場の課題として取り上げた、2017年5月にNasdaqが公表した市場改革提案レポート⁷³や、2017年10月に米財務省が公表した資本市場の規制改革提言⁷⁴で、未上場会社の上場意欲を失わせている理由の1つとして上場会社に対する証券クラスアクションが言及された。また、米商工会議所は、2018年10月に、証券クラスアクションに係る訴訟法の改正を求める意見レポート⁷⁵を公表しており、米国では、証券クラスアクションを巡る課題に対する関心が高まっている。

2018年に、米国市場に上場する会社の8.4%、約12社に1社が、連邦裁判所で証券に関するクラスアクション（以下、「証券クラスアクション」）⁷⁶を提訴され（図34）、また、1億ドルを超えるM&Aの82%が訴訟（以下、「M&A訴訟」）⁷⁷を提起された（図35）。

⁷² 例えば [坂東, 2017]を参照。

⁷³ [Nasdaq, Inc., 2017]

⁷⁴ [U.S. Department of the Treasury, 2017]

⁷⁵ [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]

⁷⁶ クラスアクション（集団訴訟）とは、同一の事件について複数の者が被害を受けたときに、一部の被害者が被害者全体を代表して提起する民事訴訟をいう。本章では、連邦裁判所に提起された証券に関するクラスアクションを「証券クラスアクション」と表記する。

⁷⁷ 本節では、M&Aに関連する訴訟を「M&A訴訟」と表記する。M&A訴訟は、連邦裁判所に提起された連邦証券法違反に関するクラスアクションのほか、州裁判所に提起された、州の会社法上の役員株主に対するフィデューシャリー・デューティー違反の責任を問う株主代表訴訟等が含まれる。

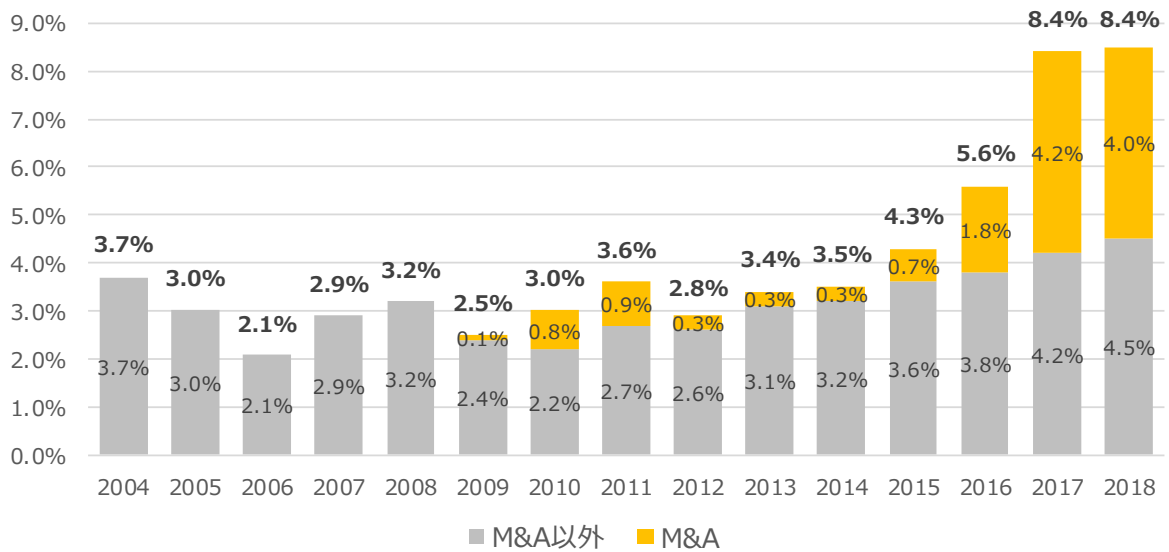


図 34 証券クラスアクションを提訴された米国上場会社の割合

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

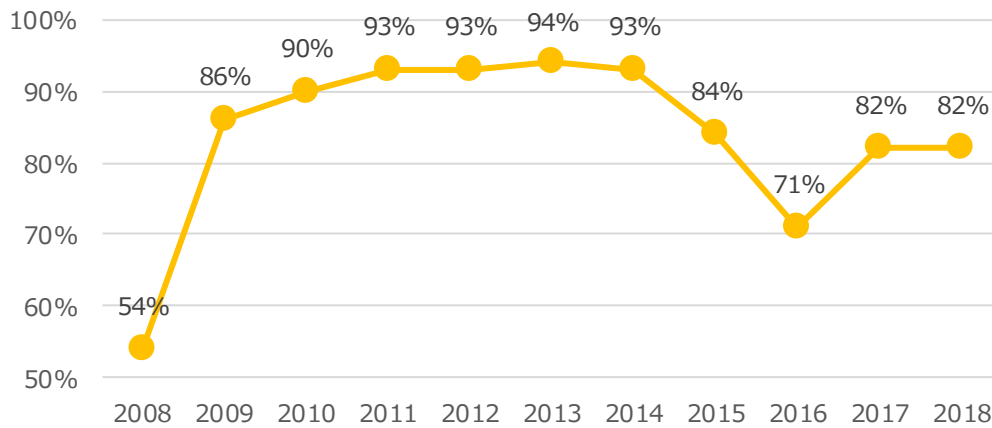


図 35 買収金額が1億ドルを超えるM&Aで訴訟を提起された割合(州裁判所を含む)

(出所) [Cornerstone Research, 2019b]より筆者作成

さらに、IPO直後の会社は、他の上場会社と比較して、より高い割合で証券クラスアクションの標的となっており、2009年から2017年にIPOを果たした企業の24.4%がIPOから7年目までに証券クラスアクション(M&A訴訟を除く)を提起された(図36)。2009年以前と比較して、この割合は上昇傾向にあり、上場後数年以内に約4社に1社が証券クラスアクションの標的となっている事実は、未上場会社がIPOを行う意欲を失わせる大きな理由の1つとなっている。

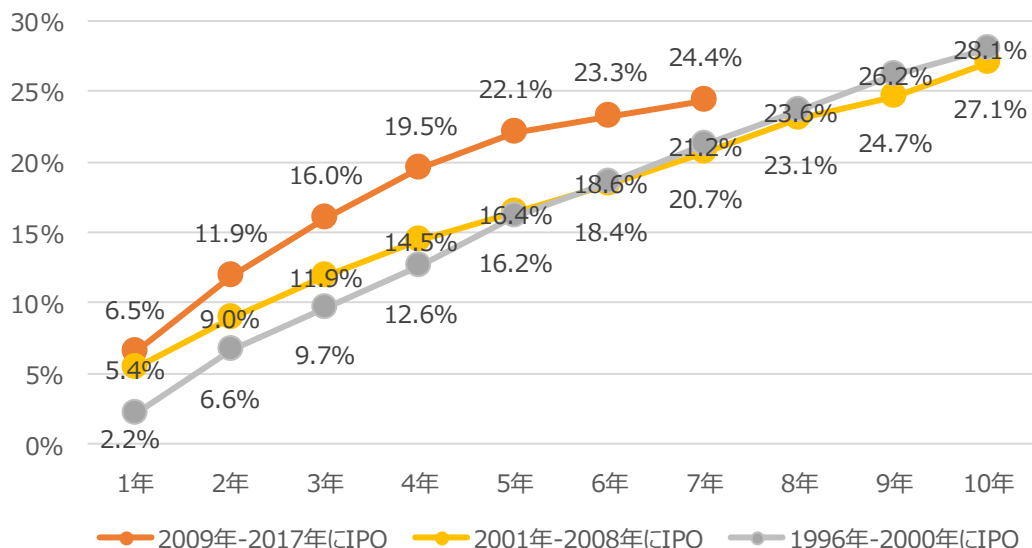


図 36 IPO 後に証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）を提起された会社の累積割合

*証券クラスアクションを提訴された会社数を年末に上場している会社数で除して割合を算出。継続的に上場している企業を対象としているため、生存者バイアスがあることに留意。

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

証券クラスアクションの標的となる企業の割合の高さに加えて、米国における証券クラスアクションのもう 1 つの大きな論点は、証券クラスアクションのほとんどすべてが判決以外の手段で解決されていることである。1997 年から 2014 年の間に 3,938 件の証券クラスアクションが棄却又は和解によって解決されたのに対して、判決により解決された案件は 14 件に過ぎず、証券クラスアクションのほとんどが判決以外の手段で解決されている。証券クラスアクションは請求金額が大きく、かつ、長期にわたるため、被告である上場会社が和解に応じやすくなることが背景にあると考えられている。図 37 のとおり、最初の提訴から 1 年以内に解決される証券クラスアクションはわずか 13%のみであり、4 分の 1 は、解決までに 4 年以上の歳月を要している。

また、棄却の割合の高さも問題として指摘されており、2009 年から 2018 年の 10 年間に提起された証券クラスアクション 2,305 件のうち 53%にあたる 1,224 件が棄却されている。さらに M&A に係る証券クラスアクションに限るとその割合は 81% (628 件中 510 件) に達している⁷⁸ (図 38)。

⁷⁸ 連邦裁判所に提起されたクラスアクションのみを対象としており、州裁判所に提起されたクラスアクションが含まれていないことに留意。

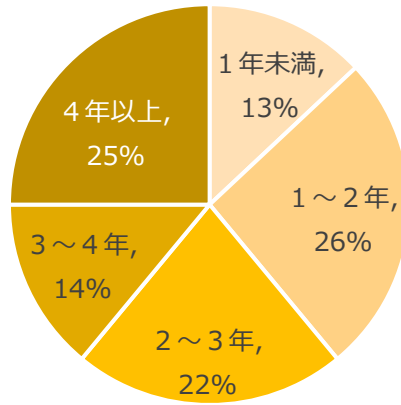
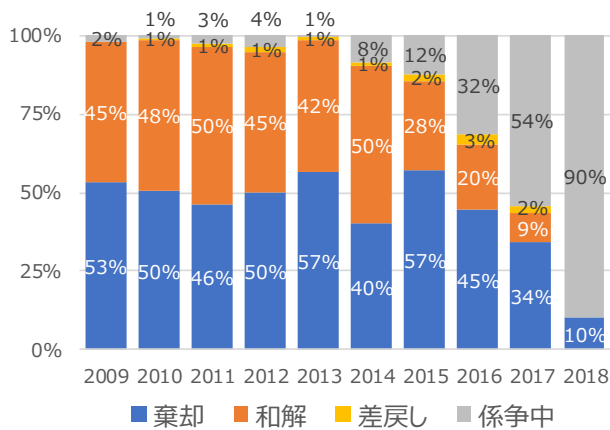


図 37 最初に提訴されてから解決までに要した期間（2001年から2014年に提訴された案件）

（出所） [NERA Economic Consulting, 2019]より筆者作成

M&A 以外の証券クラスアクション



M&A に係る証券クラスアクション

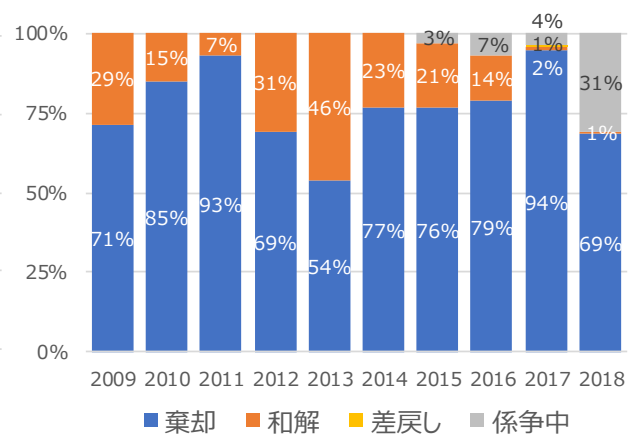


図 38 暦年別の証券クラスアクションのステータス

（出所） [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

4.3.2 証券クラスアクションの歴史と件数推移

米国における証券クラスアクションは、1990年代に始まり、当初は主にテクノロジー企業がターゲットであった。当時、原告の弁護士は、証券クラスアクション専門の株主（弁護士からの依頼に応じていつでも訴訟を起こすことができるように複数の会社の少数の株式を保有する株主）を原告として利用して、訴訟を起こし、コントロールした。これらの請求内容は、主に想定外の株価下落に基づくものであった。証券クラスアクションの抗弁には高額な費用がかかるため、毎年提起される約 300 件の証券クラスアクションのうち 93%は和解を選択した⁷⁹。そして、これらの和解では弁護士に数百万ドルを提供する一方、投資家に対してはわずかな金額しか支払われな

⁷⁹ [104th Congress (1995-1996), 1995]

かった。

この状況を問題と捉えた連邦議会は 1995 年に、投資家を不当な証券クラスアクションによる損害から守るために、私的証券訴訟改革法⁸⁰（以下、「PSLRA」）を制定し、証券クラスアクションの要件を強化した。

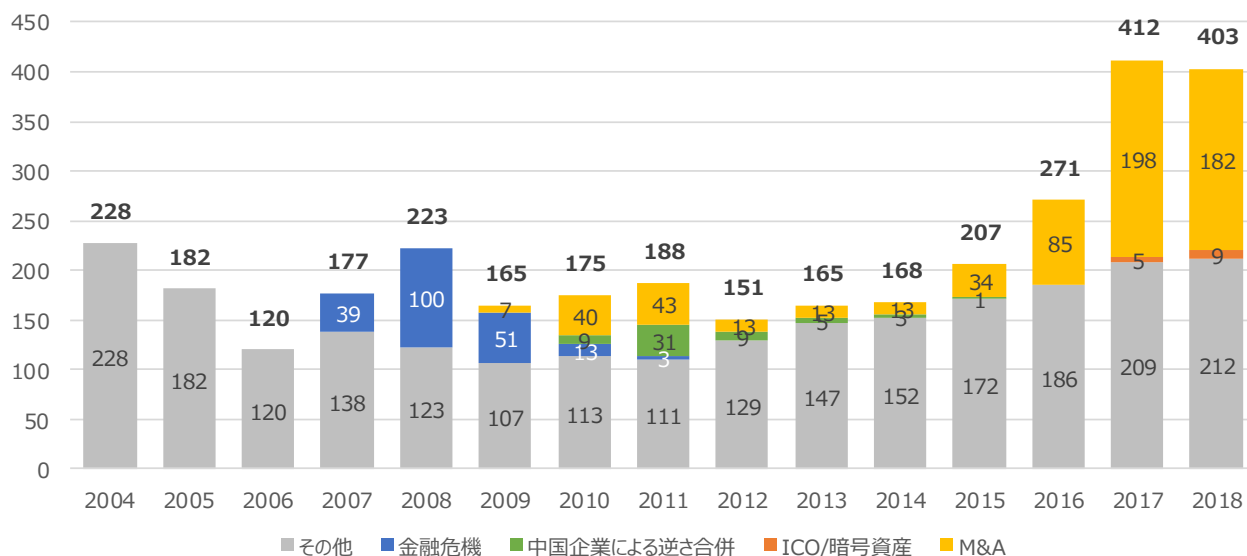


図 39 証券クラスアクションの件数推移

（出所） [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

1995 年の PSLRA の制定以前は毎年 300 件の訴訟が提起されていたが、PSLRA の制定以降、証券クラスアクションの件数は減少に転じ、2006 年には、証券クラスアクションの件数が 120 件に減少した。しかし、近年再び証券クラスアクションの件数が増加しており、PSLRA 制定以前を超える水準に達している。2008 年から 2016 年の証券クラスアクション訴訟の件数は年間平均 190 件であったのに対して、2017 年には 122%増加して 412 件に達し、2018 年も同水準を維持して 403 件となった（図 39）。

また、図 34 のとおり、証券クラスアクションを提訴される米国上場会社の割合が上昇しており、2006 年に 2.1%だったその割合は、2018 年には 8.4%に上昇した。これは、図 40 のとおり上場会社数が減少する一方、証券クラスアクションの件数が増加していることによるものである。

⁸⁰ Private Securities Litigation Reform Act

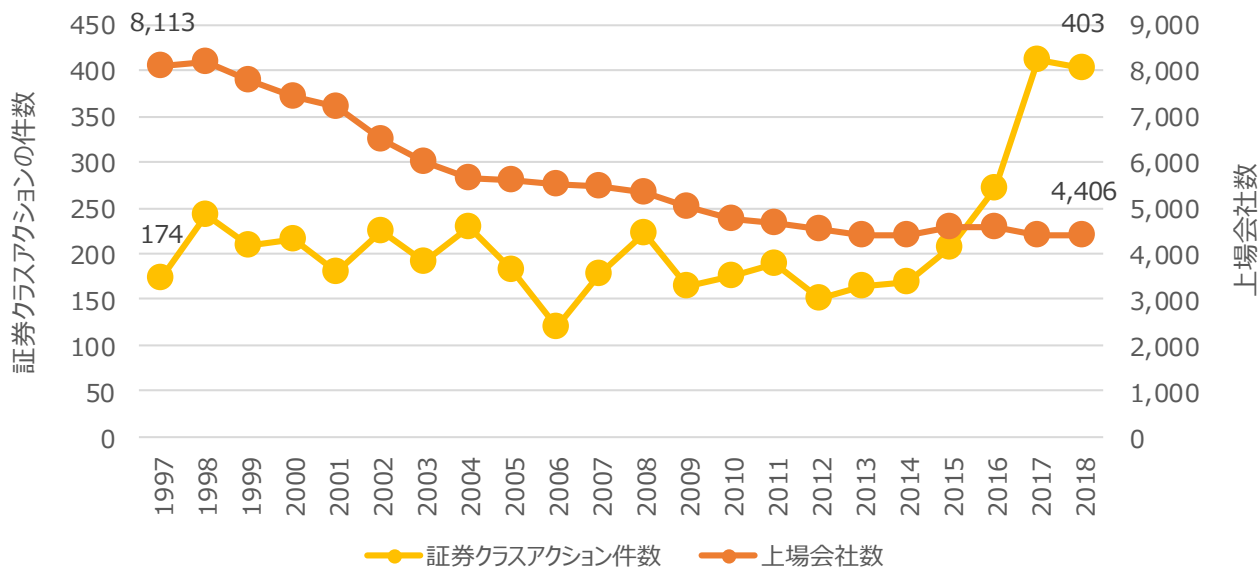


図 40 証券クラスアクションの件数と上場会社数の推移

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

4.3.3 証券クラスアクションの基礎と請求理由

4.3.3.1 上場会社及び役員株主に対する法的責任

上場会社並びに取締役及び執行役員（以下、取締役及び執行役員を総称して「役員」という）の株主に対する法的責任と、その救済方法について確認する。上場会社及び役員株主に対する法的責任は、主に以下の3つを根拠とする。

- ① **連邦証券法**：1933年証券法、1934年証券取引法及びSOX法等。連邦証券法に基づき、上場会社及び役員には以下の責任が生じる。
 - a. 開示義務：届出書及び目論見書並びに継続開示書類の開示義務。
 - b. 詐欺防止：1934年証券取引法第10条(b)及びSEC規則10b-5に基づく、証券市場における詐欺に関する広範な法令及び規則遵守義務。インサイダー取引や虚偽記載等が含まれる。
 - c. SEC登録義務：証券の募集に関するSEC登録義務。
 - d. 会計帳簿の作成義務：1934年証券取引法に基づき、会社は、会計帳簿の作成義務を負う。
 - e. 相場操縦の禁止：自社株式の取引により、潜在的な市場操作の可能性が生じる。

- ② **州証券法**：米国の各州は、勧誘規制等、連邦証券法に類似した証券法をそれぞれ有しており、上場会社及び役員は各州の証券法に基づく請求を受ける可能性がある。ただし、大規模なクラスアクションの請求根拠としてはあまり利用されていない。

- ③ **州会社法**：各州の会社法に基づき、取締役は、会社及びその株主に対してフィデューシャリー・デューティーを負っている⁸¹。フィデューシャリー・デューティーは、注意義務及び忠実義務という 2 つの基本的な義務からなり、取締役は、誠実かつ相当な注意を持って、会社及び株主の最善の利益のために行動しなければならない。

4.3.3.2 不適切な証券取引に関する救済と制裁の手続き

不適切な証券取引に関する救済と制裁は、以下の 3 つの手続きを通じて行われる。なお、これら手続きはいずれも排他的ではなく、被告となる上場会社及び役員は、複数の種類の訴訟を提起される可能性がある。

- ① **民事訴訟**：民事訴訟は、被告である上場会社又は役員の実行の結果として被ったとされる損害を回復するため、また、特定の行為を強制又は禁止することを求めて行われる。民事訴訟には、クラスアクション及び株主代表訴訟が含まれる。米証券取引委員会（SEC）等の政府機関も、違法に得た利益の返還や罰金を求め、特定の行為を強制又は停止させるために民事訴訟を起こすことがある。
- ② **行政処分**：政府機関は、当該行政機関によって公布された規則に従い、行政裁判官の決定により、行政処分を行う。連邦証券法違反については、SEC が、民事罰を科す行政処分又は不適切な行為を禁止する命令を行う権限を有する。
- ③ **刑事訴訟**：米司法省のみが連邦刑事訴訟を提起する権限を有する。刑事訴訟で有罪判決を受けた被告は、多額の罰金を科され、個人の場合は、懲役刑に処せられる。

4.3.3.3 株主による上場会社及び役員に対する民事訴訟

株主による上場会社及び役員に対する民事訴訟には、直接クラスアクション（Direct Class Actions）と株主代表訴訟（Shareholder Derivative Suits）の 2 つの手続きがある。

- ① **直接クラスアクション**：直接クラスアクションとは、原告が被告である上場会社及び/又は役員に対して直接、クラスアクションを提起する手続きである。和解又は判決において、原告に対して金銭の支払いが行われる場合、当該金銭は原告である株主に直接支払われる。主に、1933 年証券法、1934 年証券取引法及び SOX 法の各条項に基づき請求が行われる。
- ② **株主代表訴訟**：株主代表訴訟は、株主が会社を代表して、役員に対して提起する訴訟であり、州会社法に基づくフィデューシャリー・デューティー違反を理由として提起される訴訟である。会社を代表して株主が提起する訴訟であるため、和解又は判決において、被告である役員が金銭の支払いを行う場合、当該金銭は、株主ではなく、会社に帰属すること

⁸¹ 詳しくは、4.2 取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーを参照。

となる。

4.3.3.4 証券クラスアクションの請求事項

表 6 に連邦裁判所に提起された証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）の請求事項の割合を示す。2018 年に提起された証券クラスアクションにおいては、財務書類の不実表示を請求事項とする割合が 95% で最高となり、SEC 規則 10b-5 違反が 86%、虚偽の将来予想に関する開示が 48% で続き、開示に関連した訴訟が太宗を占めた。

表 6 証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）の請求事項の割合

請求事項	2014	2015	2016	2017	2018
SEC規則10b-5	93%	92%	94%	93%	86%
1933年証券法第11条 (虚偽の登録届出書による民事責任)	15%	16%	12%	12%	10%
1933年証券法第12条(2) (目論見書及び配布に関連して発生する民事責任)	7%	9%	6%	4%	10%
財務書類の不実表示	95%	99%	99%	100%	95%
虚偽の将来予測に関する開示	51%	53%	45%	46%	48%
インサイダー取引(会社内部者)	16%	16%	10%	3%	5%
会計基準違反	39%	38%	30%	22%	23%
訂正開示	19%	12%	10%	6%	5%
内部統制の不備	26%	26%	21%	14%	18%
内部統制の不備に関する開示	11%	11%	7%	7%	7%
引受証券会社に対する訴訟	12%	12%	7%	8%	8%
監査人に対する訴訟	1%	1%	2%	0%	0%

*通常証券クラスアクションにおいては、複数の請求が行われるため、各年の合計は 100% にならない。

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

4.3.4 M&A 訴訟

近年の上場会社及び役員に対する訴訟の最も大きな変化の 1 つは、M&A 訴訟の増加である(図 36 及び図 39)。2003 年から 2008 年までは、1 億ドル以上の M&A のうち訴訟を提起される案件は半分程度であったが、図 35 のとおり、2009 年にほぼ倍増して 86% となった。2009 年以降は継続的に、1 億ドル以上の M&A の 70% 以上で訴訟が提訴される状況が続いている。

しかし、2016 年 1 月の Trulia 事件(後述)をきっかけに、M&A 訴訟に変化が生じている。Trulia 事件以前は、M&A 訴訟のほとんどが州裁判所で提起されていたのに対して、Trulia 事件以降、その多くが連邦裁判所で訴訟を提起されている。2009 年には買収金額 1 億ドル以上の M&A の 15%⁸² のみが連邦裁判所で訴訟が提起されていたのに対して、2017 年には 74%⁸³ が連邦裁判所で訴訟が

⁸² 76% の案件でクラスアクションが提起され、うち 20% が連邦裁判所でクラスアクションが提起された。

⁸³ 85% の案件でクラスアクションが提起され、うち 87% が連邦裁判所でクラスアクションが提起された。

提起された。

Trulia 事件による変化を確認する前に、M&A 訴訟と追加開示和解のメカニズムを [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]及び [Holleman Murkowski, 2017]を参考に確認する。

M&A が発表され、株主に開示されると、原告の法律事務所は急いで訴訟を提起する。原告側の法律事務所は、開示が不十分であるか、誤解を招くおそれがあると主張し、訴訟が解決するまで取引を保留にするための仮差止命令を求める。

被告である会社は、M&A を成立させ、M&A による経済的利益を享受することを望んでいるため、株主にとってメリットの少ない請求であっても、会社には迅速に訴訟を解決する強い圧力がかかる。会社にとっては、訴訟を解決するための追加的なコストは、M&A の取引全体のコストと比べると重要な金額ではないため、会社は M&A を成立させるために、訴訟で勝利することではなく、より早く訴訟を解決するために和解を選択する。

図 41 のとおり、M&A 訴訟の過半が、金銭的な補償を行わない追加開示により和解している。追加開示により、株主は、株主総会で M&A に賛成に投票するか反対に投票するかを決定する際に、より多くの情報に基づいた決定を行うことができるようになる。一方、この和解の見返りとして、株主は、M&A に関連する取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーに関する将来のすべての請求権を放棄することに同意することとなる。この追加開示により和解した場合、株主は、金銭的な補償を得ることはできないが、原告側の弁護士は通常、会社から弁護士費用を受け取る。なお、2003 年から 2011 年の追加開示のみの和解における弁護士費用の平均は 749,000 ドル（約 8,148 万円⁸⁴）であった⁸⁵。デラウェア州等の州裁判所は長い間、追加開示のみの和解のほとんどを公正かつ合理的なものとして認めてきた。

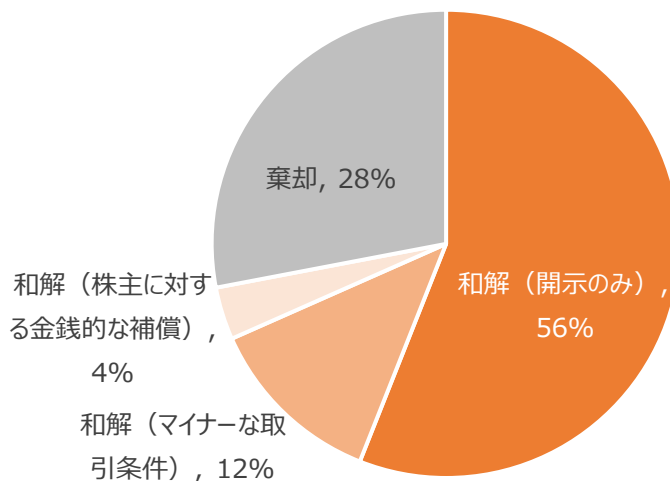


図 41 M&A 訴訟の開示和解の割合（2003 年から 2011 年）

（出所） [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]より筆者作成

⁸⁴ 2019 年 7 月 31 日時点の為替レート（1 ドル=108.78 円）で換算。以降の本章における日本円表記は本為替レートを使用して換算。

⁸⁵ [Cain Solomon, 2015]

しかし近年、デラウェア州裁判所は、追加開示のみの和解に対して懐疑的な見方を示しており、追加開示された情報から、株主が、広範な請求権の放棄を正当化するために十分な利益を得たかについての詳細な調査を行っている。そしてこの傾向は、2016年1月の Trulia 事件で頂点に達した。

Trulia 事件は、不動産オンラインサイトを運営する Trulia 及び Zillow の2社の合併提案の結果として発生した。2社が合併を発表した直後、4人の独立した株主が、Trulia と Trulia の複数の取締役に対して、デラウェア州会社法上のフィデューシャリー・デューティー違反を理由にデラウェア州裁判所に株主代表訴訟を提起し、合併の禁止を求めた。数か月後、原告と Trulia は和解に達し、Trulia は株主に追加的な財務比率と業界比較を開示することで合意した。そして、その見返りとして、株主は、「連邦、州、法律、規制、コモンロー又はその他の法律若しくは規則に基づいて発生する請求権」を放棄することに合意した。

デラウェア州裁判所の裁判官は、M&A 訴訟では、M&A の公表直後に訴訟を提起することが急増しており、被告企業が自主的に価値の低い情報を追加開示することで和解を急ぐ傾向に対して注意を促した。さらに、裁判官は、これらの和解の交渉において、敵対的なシステムの崩壊を強調した。すなわち、被告である会社は、自らが望む情報を追加開示することにより、潜在的に重大かつ高額な訴訟リスクから解放されるインセンティブを有しており、被告と対峙する原告弁護士は、通常和解の一部として多額の弁護士費用を受け取っていることから、被告と原告の利害が対立していないのである。

デラウェア州裁判所は、訴訟におけるインセンティブの対立を維持するために、追加開示による和解案に2つの司法審査を追加することを提唱した。1つ目は、原告が、省略されていた情報が重要である可能性が合理的に高いことを立証する責任を負う仮差し止め審理、そして2つ目は、会社が必要な情報を自主的に開示した後に、弁護士費用を決定するための係争費用ヒアリングである。これらの市場審査を追加することで、訴訟におけるインセンティブの対立を維持することが可能となる。そして、デラウェア州裁判所は、追加で開示された情報が明らかに重要ではない限り、今後、追加開示のみの和解を好意的に扱わないことを発表した。

2015年

2017年

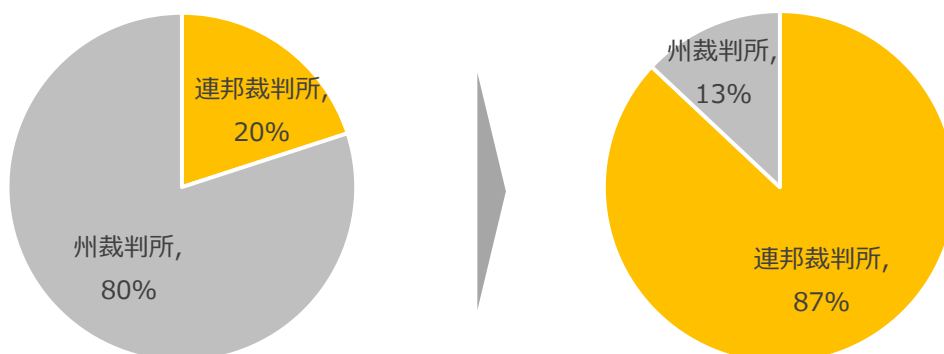


図 42 連邦裁判所に提起された M&A 訴訟の割合

(出所) [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]より筆者作成

連邦裁判所での連邦証券法に基づくクラスアクションは、州裁判所での追加開示による和解とは少し異なるスキームであるものの、迅速な解決と弁護士費用の支払いの慣行を再現している。連邦裁判所での連邦証券法に基づくクラスアクションにおいては、被告である会社は、クラスアクションで主張されている「不備」に対処するために、追加開示が求められる。そして、クラスアクションで主張されている「不備」に対処してクラスアクションを棄却することと引き換えに、原告の弁護士に係争費用を支払うことが求められる。このクラスアクションにおける原告の弁護士に対するフィーの中央値は、265,000 ドル（約 2,883 万円）となっている。

このように、原告の弁護士は、連邦裁判所での棄却を利用することで、デラウェア州裁判所による司法審査を避けて、係争費用の支払いを維持することに成功している。

ただし、2016 年以降、図 35 のとおり、M&A 訴訟を提起される案件の割合が減少しており、また、図 43 のとおり、M&A 1 件あたりの訴訟件数も減少していることから、Trulia 事件は、M&A 訴訟を減少させる効果をもたらしたものと考えられる。

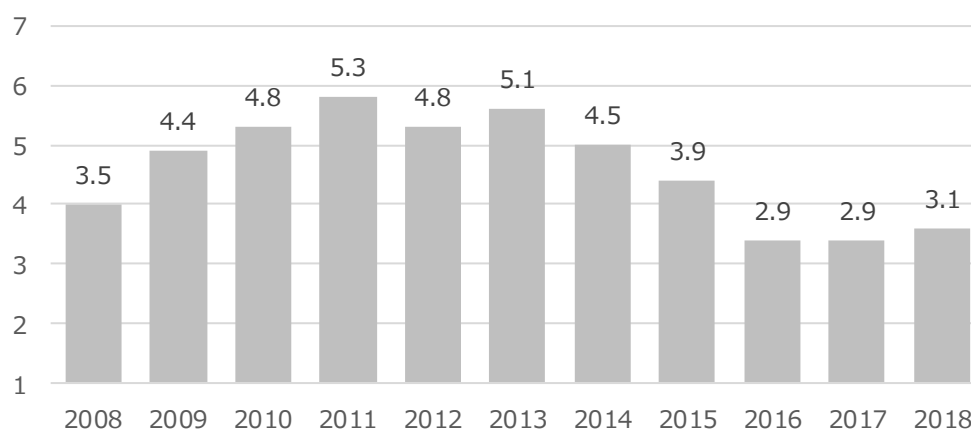


図 43 買収金額が 1 億ドルを超える M&A 1 件当たりの訴訟件数

(出所) [Cornerstone Research, 2019b]より筆者作成

4.3.5 証券クラスアクションの和解金額

証券クラスアクションを提起されることによる上場会社への影響を考える上で重要な観点の 1 つは和解額である。一般的なイメージと変わらず、和解額上位の案件の和解額は非常に高額なものである。表 7 にこれまでの証券クラスアクションの和解額ランキングを、表 8 に 2018 年に和解された証券クラスアクション和解額ランキングを示す。

これまでの証券クラスアクションの和解の最高額は、SOX 法制定のきっかけにもなったエンロンで、和解額の合計は約 72 億ドル（約 7,878 億円）であった。また、2018 年の和解額の最高額は、ブラジルの石油会社ペトロbrasの 30 億ドル（約 3,263 億円）で、この和解額は歴代でも 5 位に入る金額となった。なお、これまでに 10 億ドルを超える和解は 14 件行われており、このことから、上場会社にとっては証券クラスアクションが些細なリスクではないことが分かる。

表 7 証券クラスアクション和解額ランキング（全期間）

#	原告	和解年	和解額合計 (百万ドル)	共同被告人和解額		原告側 弁護士費用 (百万ドル)
				金融機関 (百万ドル)	監査法人 (百万ドル)	
1	ENRON Corp.	2003-2010	7,242	6,903	73	798
2	WorldCom, Inc.	2004-2005	6,196	6,004	103	530
3	Cendant Corp.	2000	3,692	342	467	324
4	Tyco International, Ltd.	2007	3,200	-	225	493
5	Petróleo Brasileiro S.A.—Petrobras	2018	3,000	0	50	205
6	AOL Time Warner Inc.	2006	2,650	-	100	151
7	Bank of America Corp.	2013	2,425	-	-	177
8	Household International, Inc.	2006-2016	1,577	棄却	棄却	427
9	Nortel Networks Corp. I	2006	1,143	-	0	94
10	Royal Ahold, NV	2006	1,100	0	0	170
上位10件合計			32,224	13,249	1,017	3,368

（出所） [NERA Economic Consulting, 2019]より筆者作成

表 8 2018年に和解された証券クラスアクション和解額ランキング

#	原告	起訴年	和解額合計 (百万ドル)	原告側弁護士費用 (百万ドル)
1	Petróleo Brasileiro S.A.—Petrobras	2014	3,000.0	205.0
2	Wells Fargo & Company	2016	480.0	96.4
3	Allergan, Inc.	2018	290.0	71.0
4	Wilmington Trust Corporation	2018	210.0	66.3
5	LendingClub Corporation	2018	125.0	16.8
6	Yahoo! Inc.	2017	80.0	14.8
7	SunEdison, Inc.	2018	73.9	19.0
8	Marvell Technology Group Ltd.	2015	72.5	14.1
9	3D Systems Corporation	2018	50.0	15.5
10	Medtronic, Inc.	2013	43.0	8.6
上位10件合計			4,424.4	527.4

（出所） [NERA Economic Consulting, 2019]より筆者作成

次に、証券クラスアクションの和解額の一般的な水準を確認する。図 44 及び図 45 に、証券クラスアクション和解額の平均及び中央値のデータを示す。2018年の平均は6,900万ドル（約75億円）で、中央値は1,300万ドル（約14億円）と、一般的な和解額でも10億円を超える水準であることが分かる。

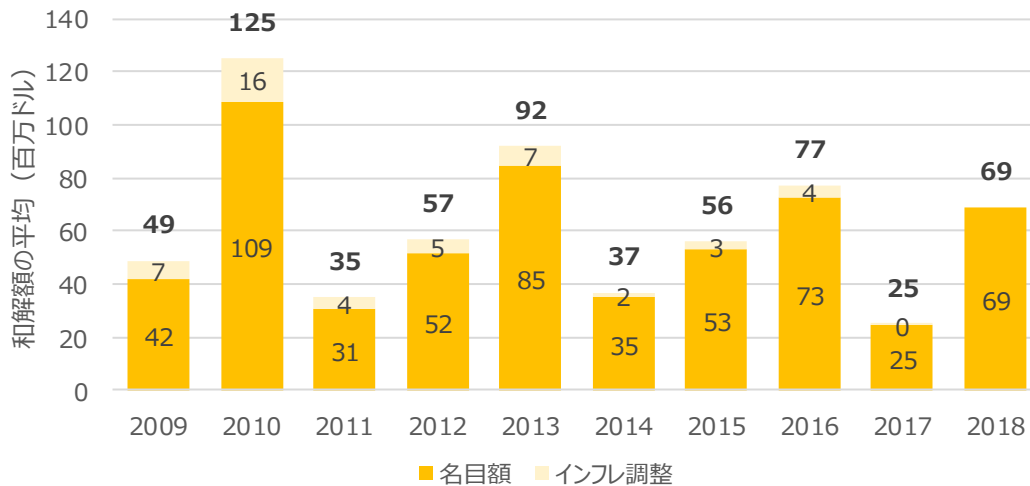


図 44 証券クラスアクション和解額の平均の推移 (M&A 訴訟及び 0 ドルでの和解を除く)

(出所) [Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2019]より筆者作成

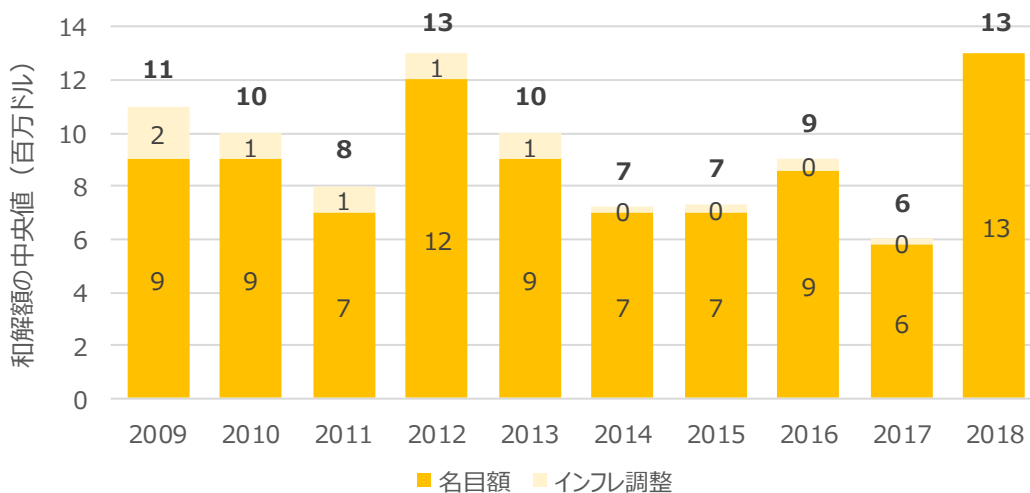


図 45 証券クラスアクション和解額の中央値の推移 (M&A 訴訟及び 0 ドルでの和解を除く)

(出所) [Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2019]より筆者作成

2018 年の和解額の中央値は、前年比で 2 倍超となり、また、2009 年以降では最高額であった。この中央値を押し上げた要因を、図 46 の和解額の分布を用いて確認すると、1,000 万ドル (約 11 億ドル) から 5,000 万ドル (約 54 億ドル) の和解額の件数の増加によるものであったことが分かる。

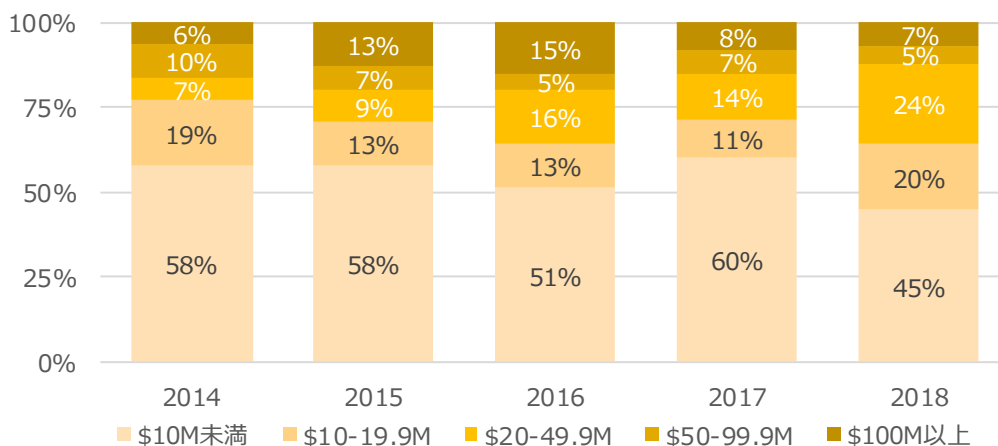


図 46 証券クラスアクション和解額の分布 (M&A 訴訟及び 0 ドルでの和解を除く)

(出所) [Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2019]より筆者作成

投資家の損失額に対する和解額の水準を図 47 に示す。2018 年の損失額に対する和解額の割合の中央値は 2.6%であった。この水準を高いと見るか、低いと見るかについては、考え方によって判断が分かれるところであろう。投資家の損失の回復との観点では、非常に低い割合であるが、そもそも会社の行為の悪質性や、和解での金銭の支払いが、企業の資産又は保険契約から資金が提供されており、原告である株主の損失の回復は、他の株主から間接的に資金が提供されていることを考えると、この水準でも十分高いと見ることもできる。

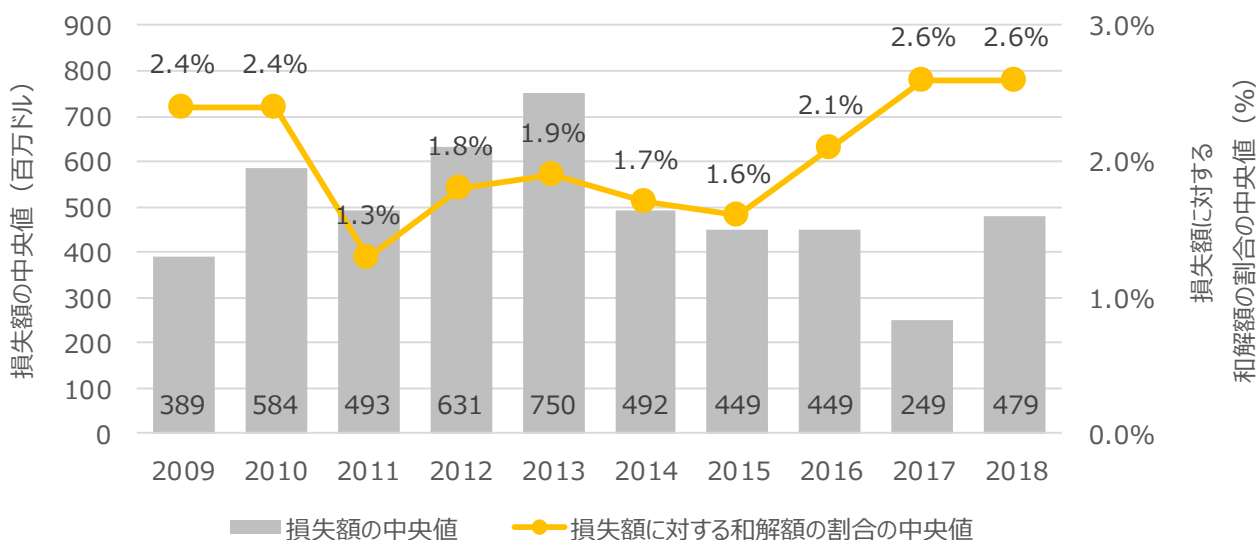


図 47 投資家の損失額の中央値及び損失額に対する和解額の割合の中央値の推移

(出所) [Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2019]より筆者作成

4.3.6 証券クラスアクションの先導原告

次に、誰が会社を訴えているのかについて見ていく。図 48 のとおり、1997 年から 2003 年にかけては個人が先導原告（Lead Plaintiff）となるが多かったが、2004 年から 2012 年にかけては機関投資家が個人投資家を上回っていた。そして、2013 年以降、再び個人投資家が機関投資家を上回る状況が続いている。この変化は、いくつかの原告側弁護士が訴訟戦略を変更したことを示唆している。2017 年及び 2018 年の証券クラスアクションでは 60% 近くで個人が先導原告となった。

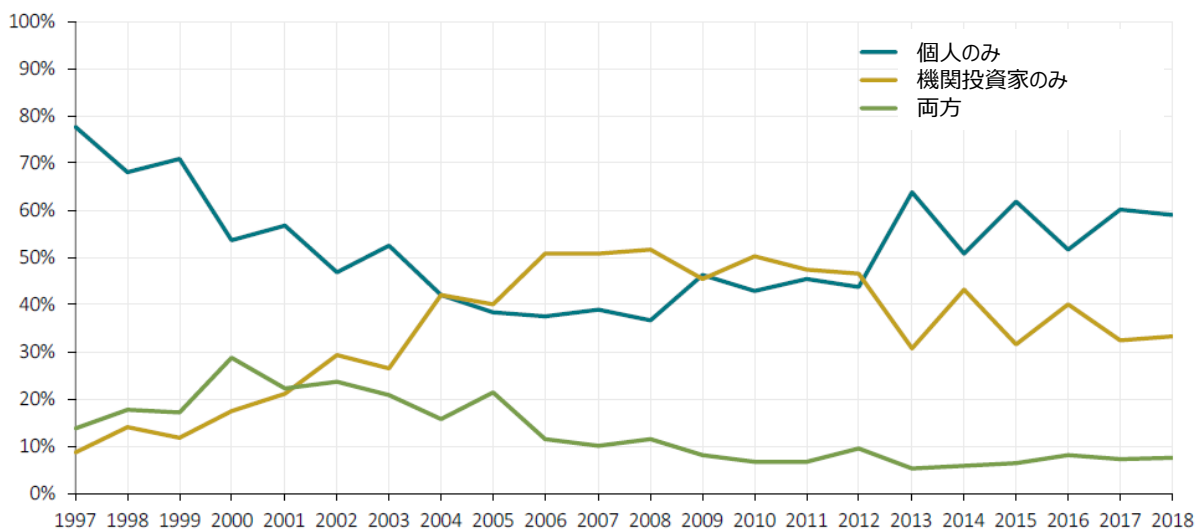


図 48 証券クラスアクションの先導原告の割合の推移（M&A 訴訟を除く）

*ラベルのみ筆者和訳。

（出所） [Cornerstone Research, 2019a]

一方、これまでの和解額上位 100 件に限ると、図 49 のとおり機関投資家が 92% を占めており、大型のクラスアクションにおいては、機関投資家が先導原告を務めていることが分かる。また、表 9 の歴代和解額上位 100 件で先導原告を務めた機関投資家の件数ランキングをみると、和解額の上位案件については、公務員年金基金が多く先導原告を務めていることが分かる。

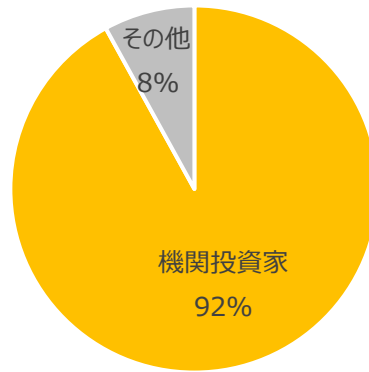


図 49 証券訴訟和解額上位 100 件における機関投資家先導原告のシェア

(出所) [Institutional Shareholder Services Inc., 2019]より筆者作成

表 9 証券訴訟和解額上位 100 件における機関投資家先導原告の件数ランキング

#	機関投資家 先導原告	和解額合計 (百万ドル)	和解件数
1	State Teachers Retirement System of Ohio	5,592	8
2	New York State Common Retirement Fund	11,368	6
3	Public Employees' Retirement System of Mississippi	2,333	5
4	Ohio Public Employees Retirement System	4,467	5
5	Teachers' Retirement System of Louisiana	4,186	4
6	New Mexico State Investment Council	1,778	4

(出所) [Institutional Shareholder Services Inc., 2019]より筆者作成

それではなぜ公務員年金基金が先導原告を務めているのであろうか。この理由を、 [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]は、弁護士事務所からの政治献金と説明している。

一般的に、ミューチュアル・ファンドやヘッジファンド等の多くの機関投資家は、クラスアクションの監督に関与することを避ける傾向にあり、先導原告としてクラスアクションのプロセスに関与する機関投資家は公務員年金基金や労働組合年金基金が中心となっている。

米国では、公務員年金基金の代表者である政治家は、選挙によって選出される。 [U.S. Chamber Institute for Legal Reform, 2018]は、法律事務所は、原告側の弁護士として選ばれるために、政治家の選挙運動に献金を行っており、さらに、表には現われない政治的な関係を持った弁護士が、数百万ドルで著名な原告側の法律事務所を公的年金基金等に先導原告として紹介する市場が存在する可能性がある」と指摘している。

4.3.7 証券クラスアクションの原告側弁護士事務所及び請求管理人

近年 3 つの弁護士事務所 (Rosen Law Firm、Pomerantz LLP 及び Glancy Prongay & Murray LLP) が原告側弁護士事務所を務める割合が上昇しており、2014 年以降、証券クラスアクションの過半で原告側の弁護士を務めた (図 50)。これらの弁護士事務所は、比較的和解額の小さい案件で原

告側弁護士を務めることが多く、また、機関投資家よりも個人の先導原告に任命される割合が高い。

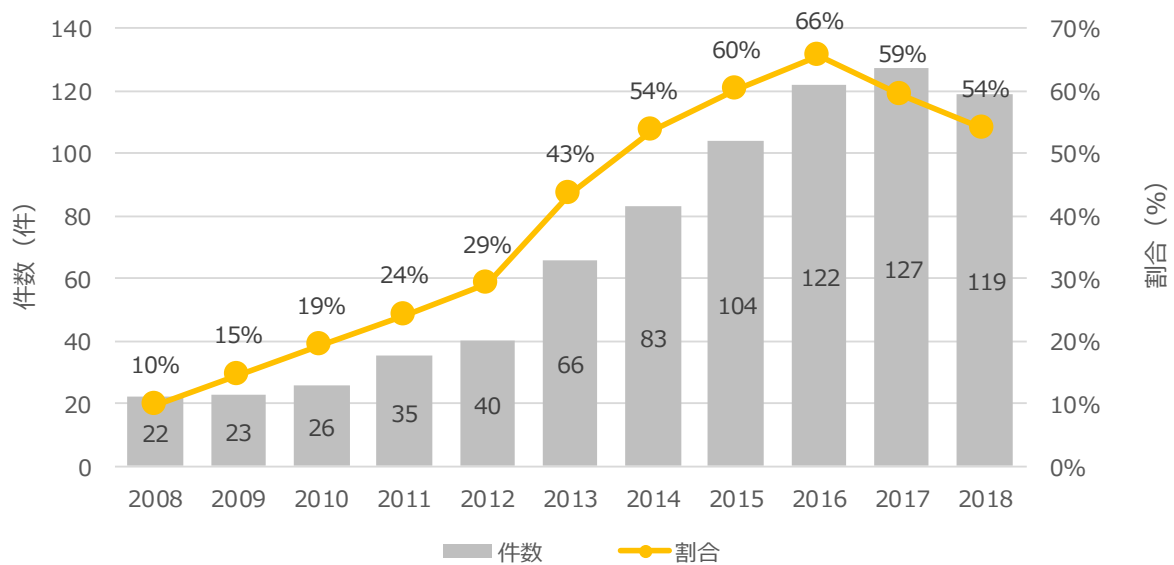


図 50 3 弁護士事務所が原告弁護士となった証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）の件数及び全体に占める割合の推移

*3 弁護士事務所は、Rosen Law Firm、Pomerantz LLP 及び Glancy Prongay & Murray LLP。

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

図 51 のとおり、3 つの弁護士事務所は、全体では件数ベースの過半を占める一方、証券訴訟和解額上位 100 件における原告側弁護士事務所の件数ランキングでは、すべて上位 10 位には入っていない。そしてこの 3 つの事務所が原告側弁護士を務めた証券クラスアクションは、図 52 のとおり他の案件と比較して棄却率が高い傾向にある。

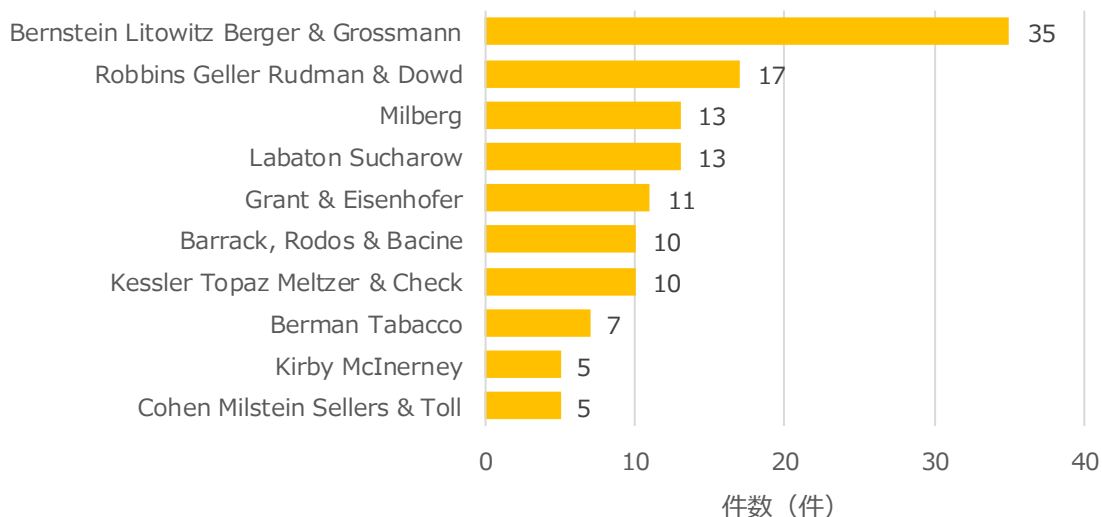


図 51 証券クラスアクション和解額上位 100 件における原告側弁護士事務所の件数ランキング

(出所) [Institutional Shareholder Services Inc., 2019]より筆者作成

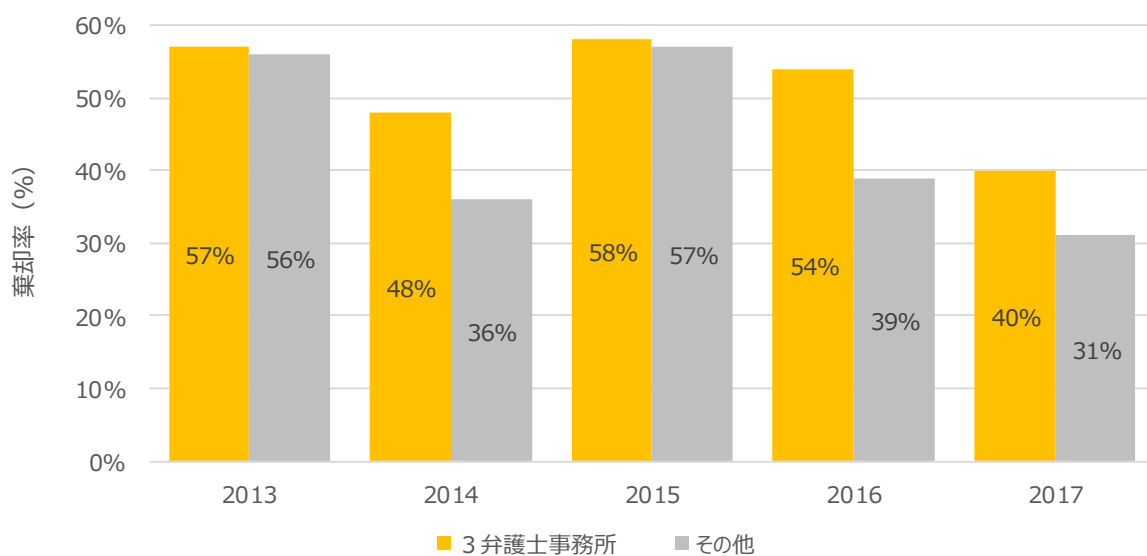


図 52 3 弁護士事務所が原告弁護士となった証券クラスアクションの棄却率

*3 弁護士事務所は、Rosen Law Firm、Pomerantz LLP 及び Glancy Prongay & Murray LLP。棄却率は各年に提起された証券クラスアクション（M&A 訴訟を除く）のうち棄却された案件数を、全案件数で除して算出。分母には係争中の案件も含まれているため、訴訟が提起された年が最近のデータほど、係争中案件の割合が高く、結果として、棄却率が低い傾向があることに留意。

(出所) [Cornerstone Research, 2019a]より筆者作成

なお、米国のクラスアクションにおいては、原告のクラスに対する通知や和解金の支払い等については、原告側の弁護士が行うのではなく、原告側の弁護士又は裁判所により任命された請求管理人（Claims Administrator）が行っている。こうしたプレイヤーの存在が、クラスアクションの提起を容易にしている背景の 1 つにあると考えられる。具体的なプレイヤーの参考として証券訴訟和解額上位 100 件における請求管理人の件数シェアを図 53 に示す。

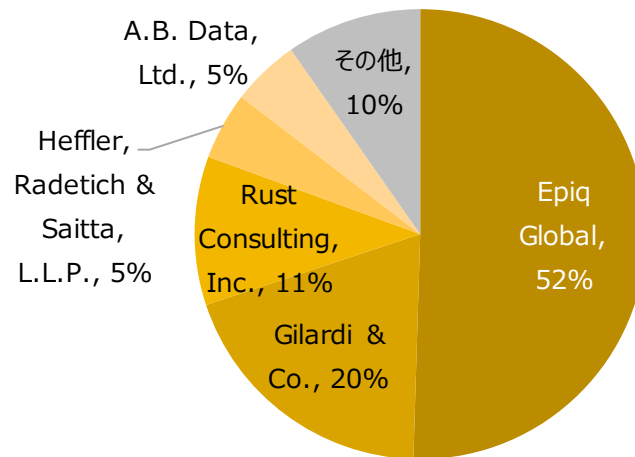


図 53 証券訴訟和解額上位 100 件における請求管理人の件数シェア

(出所) [Institutional Shareholder Services Inc., 2019]より筆者作成

4.4 株主提案と企業の厄介者

4.4.1 株主提案を巡る課題

米国市場における株主提案というとアクティビスト・ファンドによる委任状争奪戦（プロキシ・ファイト又はプロキシ・コンテスト）をイメージする人が多いのではないだろうか。事実、米国市場ではアクティビスト・ファンドが活発に上場会社に対してキャンペーンを仕掛けており、委任状争奪戦も活発に行われている⁸⁶。しかし、株主提案の件数に着目して見ると、少し違う様子が見えてくる。

米国市場では、企業の厄介者と呼ばれる、幅広い企業に実質的に同様の提案を繰り返し行う個人投資家の存在がしばしば問題となっている。[Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2018]によると、2018年の株主総会シーズンに 788 件の株主提案が提出され、そのうち、24%にあたる 187 件の株主提案は、企業の厄介者と呼ばれる 3 人の個人/家族による単独又は共同の提案であった。[Solomon, 2014]によると、上場会社は、株主提案への対応に 1 件当たり 87,000 ドル（約 1 千万円）の費用を要しており、米国の上場会社全体では、3 つの個人/ファミリーの株主提案に、年間で 90 百万ドル（約 108 億円）以上の費用を要しているとされている⁸⁷。

⁸⁶ 詳しくは、4.5 アクティビスト・ファンドによるキャンペーン及び 4.6 委任状争奪戦と議決権行使を巡る課題を参照。

⁸⁷ 2014 年末の為替レート 1 ドル=119.78 円で換算。

4.4.2 株主提案及び再提出の要件

株主提案及び再提出の要件を確認する。SEC 規則の下では⁸⁸、実質的に少額の株式しか保有していない投資家でも株主提案を行うことができ⁸⁹、また、大部分の株主が反対票を投じた株主提案であっても、一定の賛成票を獲得した場合、繰り返し同じ株主提案を行うことができる制度となっている⁹⁰ (表 10)。これが、前述の企業の厄介者を生み、上場会社の上場コストを上昇させる要因になっていると考えられている。

表 10 米国における株主提案及び再提出要件

株主提案の要件	株主提案を提出する日までに、少なくとも 1 年間継続的に、当該企業の株式を少なくとも 2,000 ドル又は発行済株式の 1%を保有していること。
株主提案の再提出の要件	過去 5 年間に同様の株主提案が付議された回数 (1 回、2 回、3 回以上) に応じて、直前の株主提案での賛成率が一定の割合 (3%、6%、10%) を上回っていること。

(出所) SEC より筆者作成

4.4.3 株主提案の提案者

株主提案の多くは、アクティビスト戦略のヘッジファンドではなく、以下の 3 つの限られたグループの株主によって行われている。

- (1) 企業の厄介者：幅広い企業に実質的に同様の提案を繰り返し行う個人投資家⁹¹。①John Chevedden⁹²、②William & Kenneth Steiner (父親と息子)⁹³及び③James McRitchie & Myra

⁸⁸ 17 CFR 240.14a-8(b) (<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-8>)

⁸⁹ 米国では、提出されたすべての株主提案が株主総会の議題に盛り込まれる訳ではない。上場会社は Securities and Exchange Act Rule 14a-8 に基づいて、個別の株主提案を株主総会の議題から除外することを SEC に要請することができる。本規則及び SEC スタッフ・ガイダンスで定められた基準の中で、SEC のスタッフはケース・バイ・ケースで除外要求を検討する。[Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2018]によると、2018 年の株主総会シーズンに 788 件の株主提案が提出され、そのうち 32%にあたる 256 件の株主提案に関して、上場会社が SEC に除外申請を行った。このうち SEC は 194 件について除外可否の判断を行っており、125 件 (SEC が除外回避の判断を行った株主提案の 64%、全株主提案の 16%に当たる) について除外を認めた。

⁹⁰ 2019 年 11 月 5 日に SEC は、株主提案及び再提出要件を厳格化する提案を公表。

⁹¹ [Solomon, 2014]によると、Evelyn Y. Davis が最初の企業の厄介者と言われている。Davis 女史は 1959 年に IBM の株主総会で初めて株主提案を行い、その後、毎年 20 件から 25 件の株主提案を行い、2006 年から 2014 年間の Fortune 250 企業に対する株主提案の 14%を占めた。2006 年から 2014 年の間、Davis 女史が行った株主提案のうち 1%のみが採択された。Davis 女史は企業に対して、600 ドルの年次レター「Highlights & Lowlight」の購読を求め、毎年 60 万ドルの収益を上げた。この他、Ford の CEO は 2003 年に新型のジャガー X タイプ (セダン) を Davis 女史に送っており、Davis 女史は企業の厄介者としての活動により企業から個人的な利益を得ていたと見られている。ただし、Davis 女史を含む企業の厄介者は、日本の総会屋とは異なり、反社会的勢力との繋がりはないとされる。なお、Davis 女史は 2012 年に 82 歳で企業の厄介者を引退した。

⁹² カリフォルニア州レドンドビーチ居住。勤めていたヒューズ・エアクラフトから解雇され、ヒューズ・エアクラフトの親会社である General Motors に対して、ヒューズ・エアクラフトの雇用慣行に関する詳細を開示させる株主提案を行ったことを契機に企業の厄介者としての活動を開始。

⁹³ ニューヨークに拠点を置く。1980 年代に企業の厄介者としての活動を開始。その後、息子 (Kenneth) が参加しファミリービジネスとなった。

Young（夫婦）⁹⁴の3つの個人/ファミリーが企業の厄介者として知られている。

- (2) **社会政策投資家**：宗教又は公共政策機関に関連する投資ビークル及び政策に基づく基金に加え、株式価値の最大化だけではなく、明確に何らかの懸念を表明する **SRI** (社会的責任投資) ファンドも含まれる。株式価値とは関係の薄い、環境、社会及び政治に関する、社会的又は政策的な議題を中心に株主提案を行う。
- (3) **組合労働者年金**：組織労働者に関連する年金基金等。アメリカ労働総同盟・産業別組合会議 (AFL-CIO) 等の複数の雇用者の年金制度や、ニューヨーク州退職年金基金及びニューヨーク市年金基金等の州及び地方自治体の年金制度が含まれる。

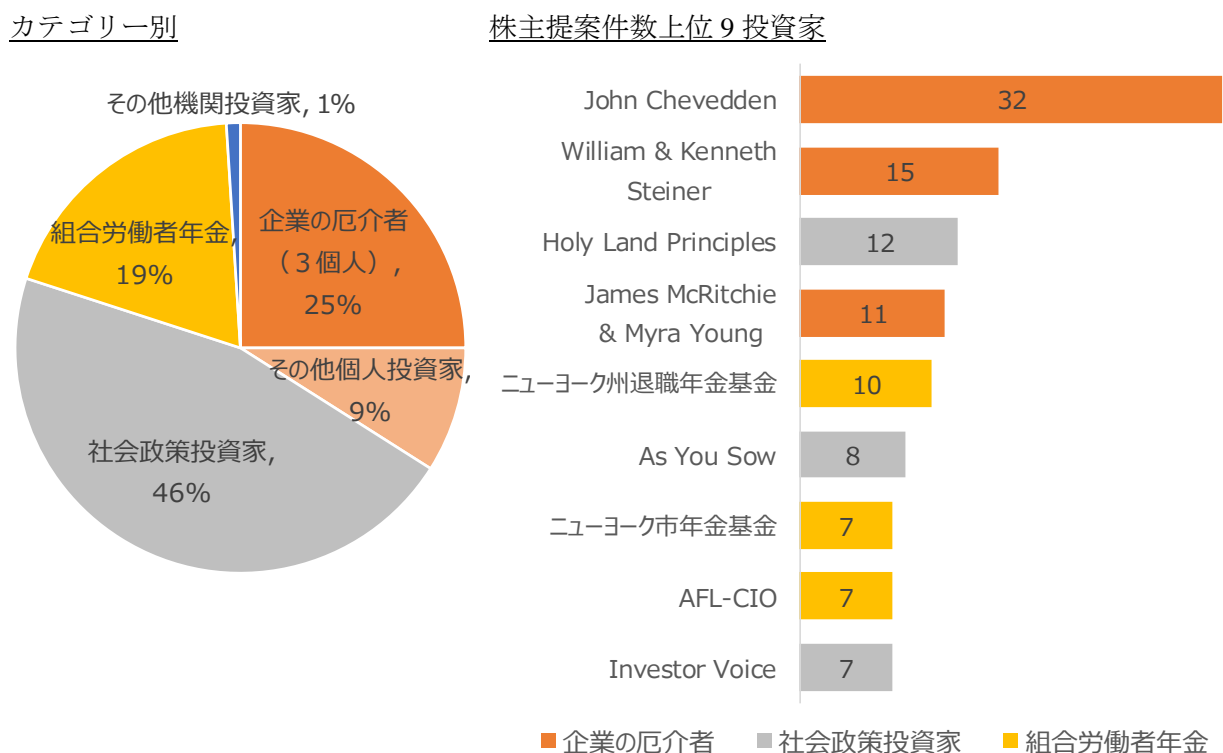


図 54 カテゴリー及び投資家別の株主提案の割合 (2017 年)

* Fortune 250 (Fortune 誌が年 1 回公表する、Fortune 誌が独自の調整を行った売上高の上位 250 社のリスト) のうち 2017 年 8 月末までに株主総会を行った 226 社が対象。

(出所) [Copland O' Keefe, "Proxy Monitor 2017: Season Review", 2017a]より筆者作成

図 54 の 2017 年の提案者のカテゴリー別の株主提案の割合では、その他個人投資家も全体の 9% を占めているが、実質的に同様の提案を繰り返す、企業の厄介者と見做される個人投資家も含まれている。残りのわずか 1% の株主提案のみが、社会的又は政策的な志向を持たず、組合労働者年金

⁹⁴ カリフォルニア州エルクグローブ居住。corpgov.net に寄稿も行う。しばしば夫婦共同で株主提案を行う。

働者と関係しない機関投資家によって行われた。投資家別に株主提案件数を見ると、企業の厄介者の3つの個人/ファミリーがそれぞれ1位、2位、4位にランクし、3位には社会政策投資家に分類される Holy Land Principles⁹⁵がランクしている。

4.4.4 株主提案の議題

次に株主提案の議題について見ていく。株主提案の議題は、以下の3つのカテゴリーに分類される。

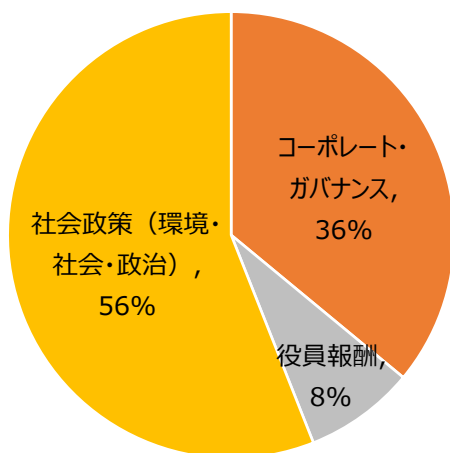
- (1) **コーポレート・ガバナンス**：取締役の選任方法、取締役会の構成及び構造、並びに株主の権利に関する提案。
- (2) **役員報酬**：役員インセンティブを株主の利益と一致させること等を目的とする、役員報酬の支払い方法の変更等に係る提案。
- (3) **社会政策**：企業のレピュテーション・リスクや、持続可能性（サステナビリティ）の観点から、株式価値を超えた目標に関連する提案。環境問題、社会問題（人権、ジェンダー、ダイバーシティ、宗教等）及び政治（政治献金、ロビー活動等）に関する提案がこのカテゴリーに含まれる。環境（Environmental）、社会（Social）及び政治（Political）の頭文字をとって、ESPと呼ばれることもある。

図 55 のとおり、2017 年の株主提案の議案の割合をみると、社会政策に関連するに関する議案が過半を占めており、ガバナンスだけではなく、社会政策に関する議案への対応が、総会運営において重要度を増していることが分かる。特に、近年は、環境問題及び政治献金・ロビー活動費に関する議案の件数が増加傾向にある。なお、2015 年にプロキシ・アクセス⁹⁶に関する議案が急増したものの、多くの会社がプロキシ・アクセスを導入したことにより、2016 年以降は大幅に減少している（図 56）。

⁹⁵ Holy Land Principles は、企業に対して、イスラエル及びパレスチナにおける雇用慣行の行動規範を策定するよう求めている非営利団体で、株主提案のほとんどは、この議題に関するものである。同じく社会政策投資家に分類される As You Sow は株主提案、訴訟等を通じて企業の社会的責任を促進する非営利団体、Investor Voice は各種投資家に対して株主提案を含むエンゲージメントのサービスを提供する団体である。

⁹⁶ 会社が株主に送付する委任状勧誘書類に株主が提案する取締役候補者を記載することを認めること。

大分類（割合）



小分類（件数）

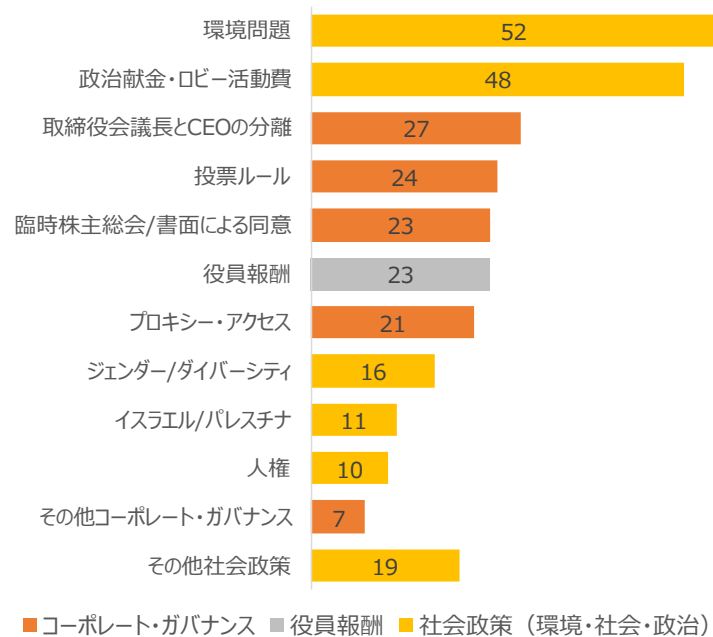


図 55 株主提案の議題の割合（2017年）

（出所） [Copland O' Keefe, "Proxy Monitor 2017: Season Review", 2017a]より筆者作成

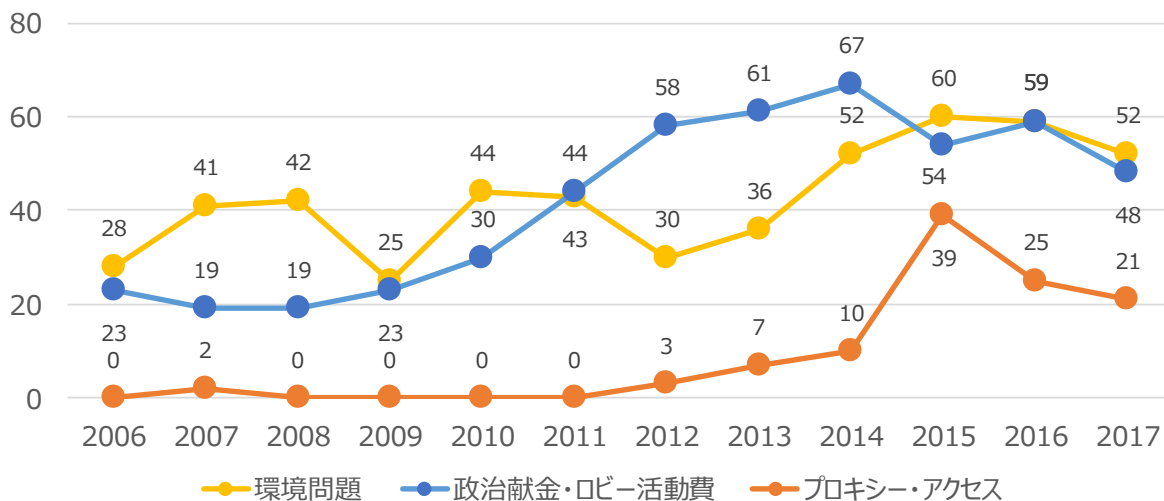


図 56 議題別株主提案件数の推移

（出所） [Copland O' Keefe, "Proxy Monitor 2017: Season Review", 2017a]及び [Copland O' Keefe, "Proxy Season Preview: Shareholder Activism en Marche", 2017b]より筆者作成

なお、株主の属性によって、株主提案の議題には傾向が見られる。①企業の厄介者、②社会政策投資家及び③組合労働者年金の、それぞれの代表的な投資家の、議案の割合を図 57 に示す。

企業の厄介者は主にガバナンスに関する株主提案を行う一方、社会政策投資家は社会政策に関する株主提案を主に行っており、組合労働者年金は投資家により傾向が異なることが分かる。組合労働者年金のうち、ニューヨーク州退職年金基金は、社会政策投資家と同様に、社会政策に関する議案を多く扱っているのに対して、ニューヨーク市年金基金は、ガバナンスに関する議案を多く扱っており、それぞれのフォーカスが異なることが分かる。AFL-CIO は、全体の割合との比較では、相対的に報酬に関する議案の割合が高いが、組合労働者の年金制度であり、雇用者の役員報酬への関心が高いことが影響しているものと思われる。

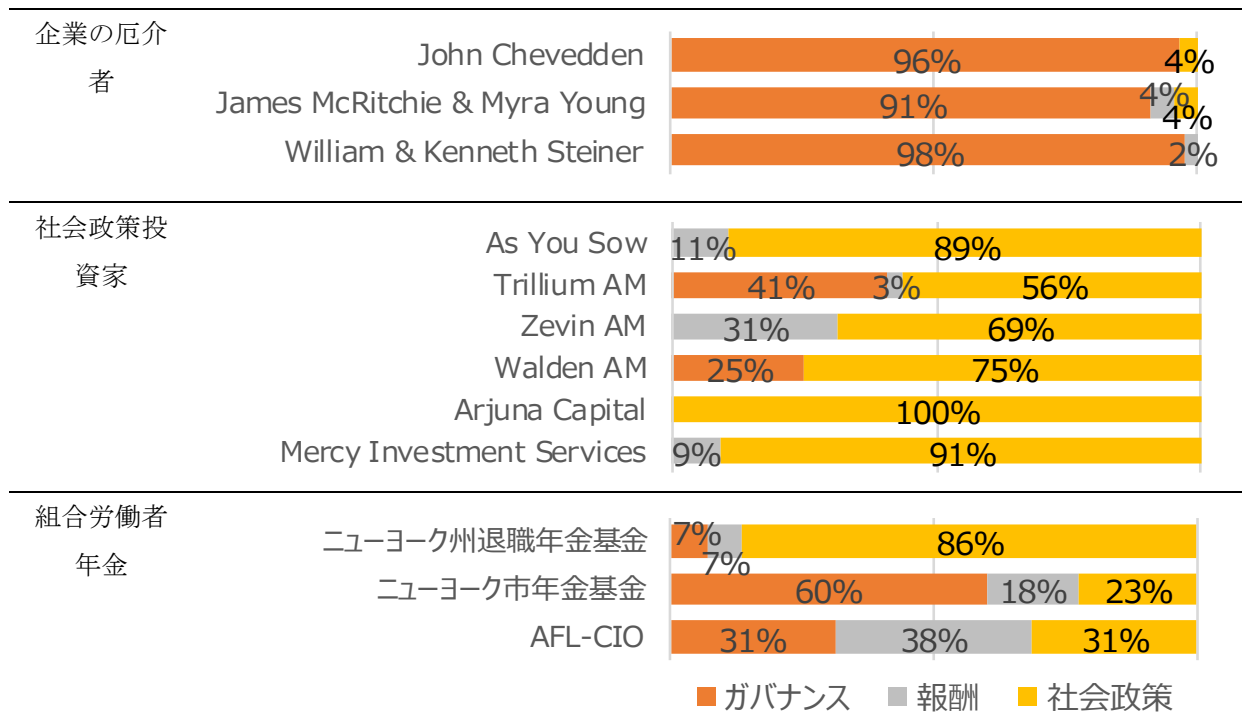


図 57 株主別株主提案の議題の割合 (2018 年)

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2018a]より筆者作成

4.4.5 環境問題に関する株主提案

近年、環境問題に関する株主提案が増加傾向にあるが、図 58 のとおり、件数だけでなく、賛成率も上昇しているが、この背景として次の3つの要因が指摘されている。

- (1) **パリ協定**：気候変動抑制に関する多国間の国際的な協定。2015年12月12日に採択、2016年11月4日に発行されたことを受け、2016年以降、環境問題に関する議決権行使方針を変更する動きが加速。
- (2) **米国労働省のESG投資に関するフィデューシャリー・デューティーの考え方に関するガイダンス**：米国労働省は2015年10月（オバマ政権下）に、ESG投資に関するフィデューシャリー・デューティーの考え方に関するガイダンスを公表した。本ガイダンスでは、退職

資産の投資判断に際して ESG 要素を投資方針やリスク・リターンの評価に組み入れることを禁じるものではないことを明確し、これにより多くの年金基金が、ESG 要素を投資方針において考慮するようになった⁹⁷。

(3) 気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) : BlackRock、Vanguard、State Street Global Advisors、Fidelity Investment 等の大手運用会社が TCFD への支持を表明し、環境問題に関する議決権行使方針を変更。

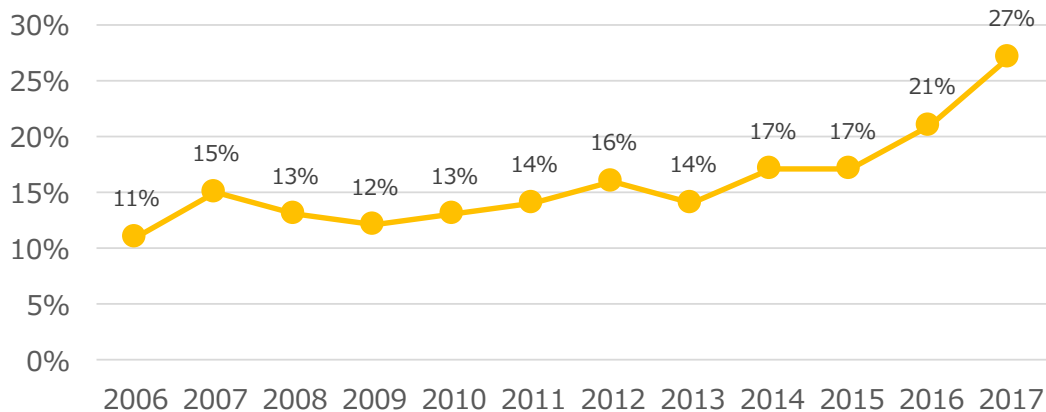


図 58 環境問題に関する株主提案に対する賛成率

(出所) [Copland O' Keefe, "PROXY MONITOR 2017 FINDING 1 Climate-Change Proposals Break Through", 2017c]より筆者作成

そのなかでも、2017 年の株主総会シーズンに注目を集めたのは、TCFD のフォーカスエリアでもある、2°Cシナリオ分析の開示 (2°C或いはそれを下回る将来の異なる気候シナリオを考慮し、当該組織のレジリエンスを開示) に関する株主提案である。

2°Cシナリオ分析の開示の株主提案に関しては、ニューヨーク州退職年金基金が最も積極的であり、2017 年に 5 件の株主提案を行い、このうち 3 件が採択された。否決された 2 件の株主提案を含め、すべての提案の賛成率が 45%以上となり、投資家の 2°Cシナリオ分析の開示への賛成率が大幅に高まっていることが分かる (表 11)。

97 トランプ政権下の 2018 年 4 月に、米国労働省は、2015 年 10 月のガイダンスを更新する形で、新たなガイダンスを公表し、退職資産の投資判断に際して ESG を促進させるために、受益者の経済的利益を犠牲にしてはならず、経済的利益を最優先することを明確にした。本ガイダンスは、オバマ政権下で公表されたガイダンスから、ESG 投資の実施を困難にするものであるが、2015 年 10 月のガイダンスも、受益者のリターンを犠牲にしてはな

表 11 2°Cシナリオ分析開示に係るニューヨーク州退職年金基金による株主提案（2017年）

#	会社名	株主提案に対する賛成率	結果
1	ExxonMobil Corporation	62.3%	採択
2	PPL Corporation	56.8%	採択
3	Dominion Resources, Inc.	47.8%	否決
4	Duke Energy Corporation	46.4%	採択
5	DTE Energy Company	45.0%	否決

（出所） [Office of the New York State Comptroller, 2018]より筆者作成

TCFDを支持する投資家及び企業の増加とともに、今後も2°Cシナリオ分析の開示を要求する投資家とその情報を開示する企業は増加していくものと予想されており、上場会社はより一層環境問題を意識した経営及び開示を行っていく必要があると思われる。一方で、2°Cシナリオ分析を行うためには、モデルを作成し、市場への影響を分析し、さらに自社ビジネスへの影響を分析するという、高度なプロセスが求められ、上場会社にとっての開示負担は決して軽いものではないと推測される。今後、より規模の小さい会社にも開示が要請されていく場合、上場コストの1つとして認識され、上場のインセンティブを削ぐ要因となる可能性も考えられる。

4.5 アクティビスト・ファンドによるキャンペーン

4.5.1 アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの件数推移

アクティビスト・ファンドとは、投資先企業の一定の持ち分を取得し、増配、自社株買い、取締役の交代、事業売却等の提案を企業に行い、企業価値の向上を通じた株価の上昇によるキャピタルゲインの獲得を目指すファンドを指す。一般的に、アクティビスト・ファンドは、投資先企業の企業価値向上に関する要求や提案を記した書簡を投資先企業に非公開で送付し、投資先企業が当該提案を受け入れなかった場合に、投資先企業に送付した書簡を公開するなどして、投資先企業に対するキャンペーンを開始する。

米国市場における上場会社数の減少を米国資本市場の課題として取り上げた、2017年5月にNasdaqが公表した市場改革提案レポート⁹⁸や2018年4月にSIFMA等がIPOの増加と上場市場の拡大を目的とした規制改革提言⁹⁹は、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンが、上場会社の短期主義を増長しているとの批判や、経営者をコアな業務へ集中させることを妨げているとの批判について言及しており、企業の上場意欲を削ぐ理由の1つとして認識されている。

投資先企業に企業価値向上に関する要求や提案をするアクティビズムは、1980年代後半からCalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）が、ガバナンスが脆弱な会社に対して提案を行ったことが起源である。その後、ヘッジファンドの主要な戦略の1つとして広まり、1990年代後

⁹⁸ [Nasdaq, Inc., 2017]

⁹⁹ [SIFMA, U.S. Chamber of Commerce, American Securities Association, Biotechnology Innovation Organization, Equity Dealers of American, TechNet, Nasdaq and National Venture Capital Association, 2018]

半以降急速にアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの件数が増加している（図 59）。2018 年は、米国企業を対象とするアクティビスト・ファンドによるキャンペーンが 268 件行われており、上場会社の約 6%¹⁰⁰、約 16 社に 1 社が、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンのターゲットとなった。

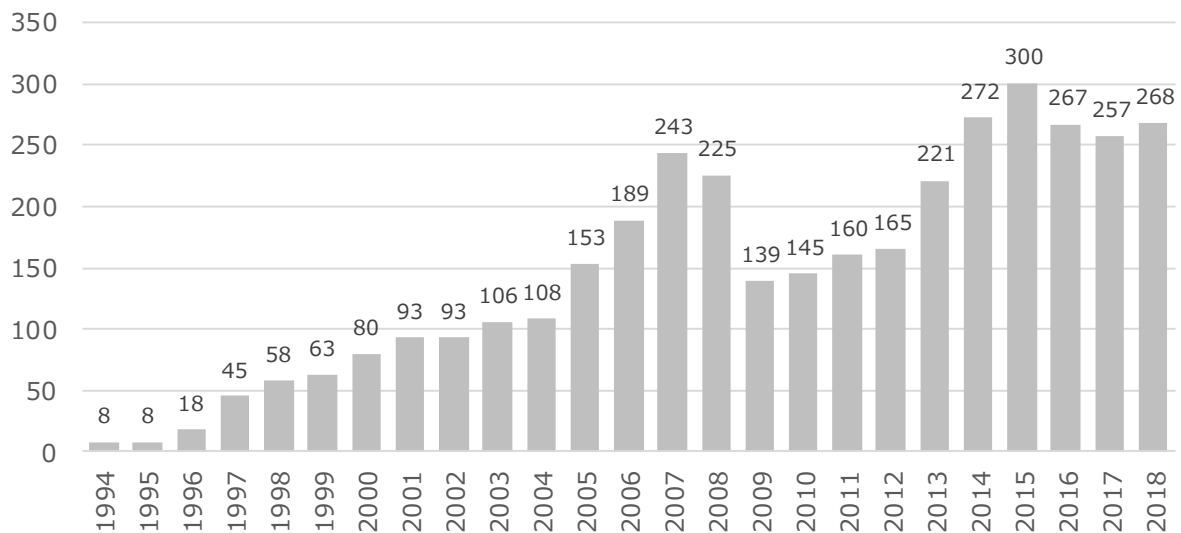


図 59 米国企業に対するアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの件数の推移

* 1994 年から 1999 年は [Greenwood Schor, 2007]のデータを、2000 年から 2012 年は [Boyson, Gantchev, Shivdasani, 2015]のデータを、2013 年は [Sullivan & Cromwell LLP, 2018b]のデータを、2014 年から 2017 年は [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]のデータを使用した。

*出所によりデータの定義が異なることに留意。

* [Greenwood Schor, 2007]は、ヘッジファンド（オープン・エンド・ファンド又は年金以外のファンド）が Schedule 13D において、経営に影響を与えることを目的として 5%以上の株主を取得したことを発表した件数を集計。

* [Boyson, Gantchev, Shivdasani, 2015]は、2000年から2012年の間に少なくとも2社で5%以上の株式を取得し、少なくとも1回委任状争奪戦を行ったヘッジファンドをアクティビストと定義し、FactSet 社の SharkRepellent、Schedule 13D 及び株主招集通知から集計。

* [Sullivan & Cromwell LLP, 2018b]及び [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]は、FactSet 社の SharkRepellent から集計。

（出所） [Greenwood Schor, 2007]、 [Boyson, Gantchev, Shivdasani, 2015]、 [Sullivan & Cromwell LLP, 2018b]、及び [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

¹⁰⁰ [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]の 268 件を、WFE の 2018 年末の NYSE 及び Nasdaq の内国上場会社数の合計（4,397 社）で除して算出した。

4.5.2 米国企業が対象となるキャンペーンの割合

図 60 に 2018 年末時点の 2013 年以降に開始されたキャンペーンによる直近の投資評価額の上位 10 社の投資評価額と、2018 年に開始されたキャンペーンの件数を示す。

上位 10 社のうち、Cevian 及び TCI を除く 8 社は米国に本社を置く投資家であり、また、Cevian を除く 9 社は 2018 年に米国企業に対してキャンペーンを開始しており¹⁰¹、米国市場でアクティビスト・ファンドが活発にキャンペーンを展開していることが分かる。

2018 年に開始された、キャンペーン発表時の時価総額が 5 億ドル以上の会社に対するキャンペーンの件数及び投資金額の地域別の内訳を図 61 に示す。2018 年に、247 件のキャンペーンが開始され、これらのキャンペーンのターゲット企業に対する投資額の合計は 650 億ドルであった。このうち米国企業に対するキャンペーンは、件数ベースで 57%、投資金額ベースで 62% を占めた。

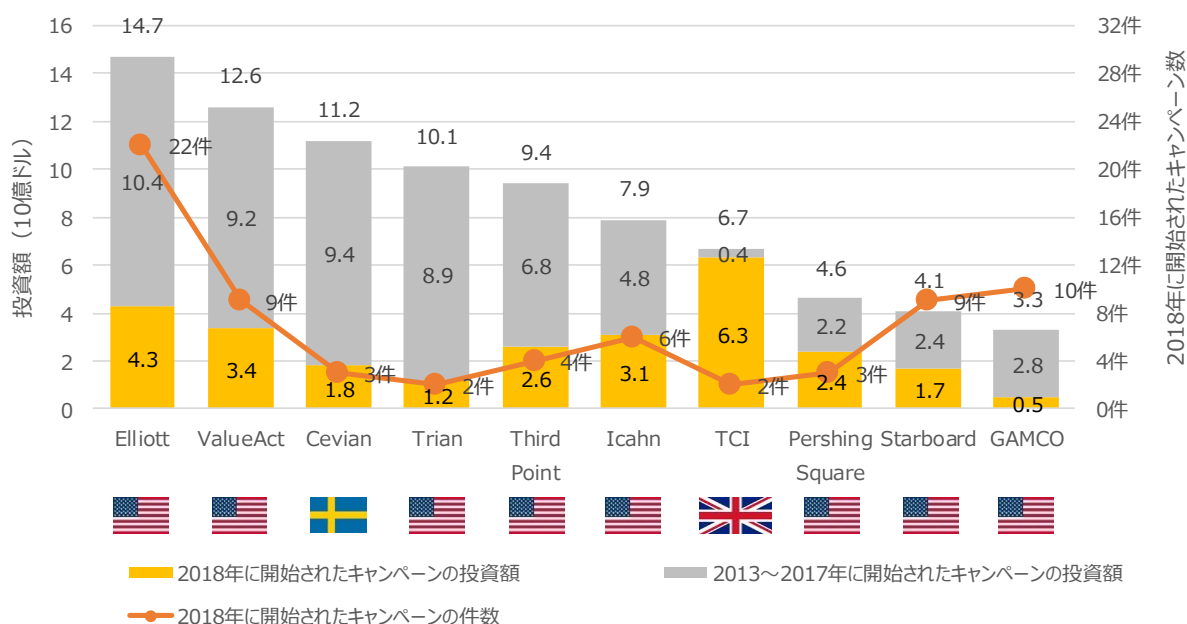


図 60 アクティビスト・ファンド投資評価額上位 10 社 (2018 年末)

(出所) [Lazard, 2019]より筆者作成

¹⁰¹ Elliott、ValueAct 及び Trian の 3 社は、2018 年に米国以外の企業に対してもキャンペーンを開始した。

件数 (247 件)

投資金額 (650 億ドル)

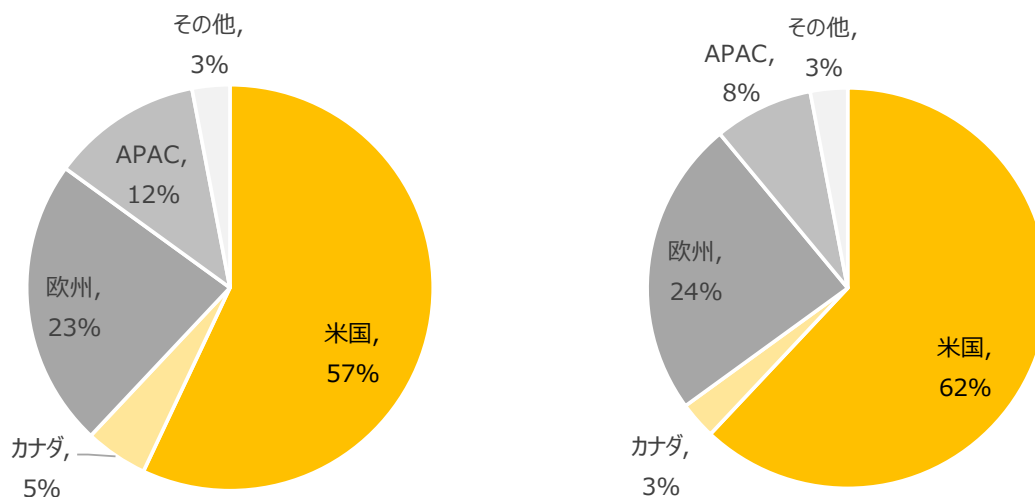


図 61 地域別のアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの割合 (2018 年)

* キャンペーン発表時に時価総額が 5 億ドル以上の会社に対するキャンペーンが対象。APAC にはアジア、オーストラリア及びニュージーランド。投資金額はキャンペーン発表時の金額。

(出所) [Lazard, 2019]より筆者作成

4.5.3 キャンペーンの戦術

アクティビスト・ファンドがキャンペーンの目標を達成するために用いる最も一般的な戦略の 1 つは、委任状争奪戦の開始 (又は開始するとの脅し) である。図 62 に、米国企業に対するキャンペーンの件数及び委任状争奪戦の割合を示す。過去 5 年間においては、米国企業に対するキャンペーンの件数及び委任状争奪戦の割合は概ね横這いで推移しており、大きな傾向の変化は見られないが、委任状争奪戦の割合は 18% から 24% のレンジで推移しており、アクティビスト・ファンドのキャンペーンにおける主要な戦略であることが確認できる。なお、2018 年は、キャンペーン全体の 19% で委任状争奪戦が行われた。

委任状争奪戦以外のキャンペーンの戦術として最も一般的な戦術は広報キャンペーンである。2018 年は、40% のキャンペーンにおいて、投資先企業に関するプレゼンテーションや投資先企業に送付した書簡の公開、プレスリリースの発行、ウェブサイトの開設、Twitter 等のソーシャルメディアの利用による広報キャンペーンが行われた。最近では YouTube 等のオンライン・メディアも利用されており、2018 年 7 月に公表された Third Point による Campbell Soup に対するキャンペーンでは、Third Point が YouTube に 4 分の動画を投稿し、Third Point が推薦する取締役候補者に投票することを求めた。

一方、訴訟や臨時株主総会の招集等のアグレッシブな戦術が利用されることはまれで、これらの戦術がキャンペーンにおいて利用される割合はいずれも 5% 未満となっている。ただし、訴訟は、頻度は低いもののアクティビスト・ファンドの重要なツールの 1 つとなっている¹⁰²。アクティビ

¹⁰²アクティビスト・ファンドは、過去 5 年間、毎年 2~4% のキャンペーンにおいて訴訟を提起している。

スト・ファンドによる訴訟では、会社法に基づく、会計帳簿の作成及び保存違反、取締役のフィデューシャリー・デューティー違反及び/又は連邦証券法違反を請求事項とする訴訟が多い傾向にある。

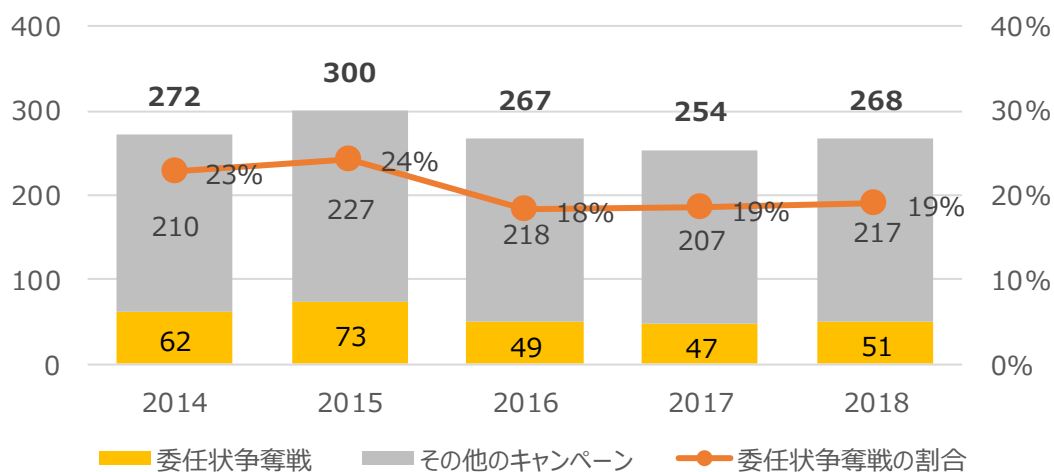


図 62 米国企業に対するキャンペーンの件数及び委任状争奪戦の割合

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP., 2019]より筆者作成

4.5.4 委任状争奪戦

委任状争奪戦の開始は、アクティビスト・ファンドが目標を達成するために用いる主要な戦略であるが、実際に投票に至るキャンペーンの割合は半分に満たない。図 63 のとおり、概ね 30% 前後で推移しており、2018 年は 33% であった。投票が行われた委任状争奪戦の結果は、図 64 のとおりである。2018 年は、アクティビストが勝利した割合が 2017 年から大幅に上昇し、会社が勝利した割合を上回った。

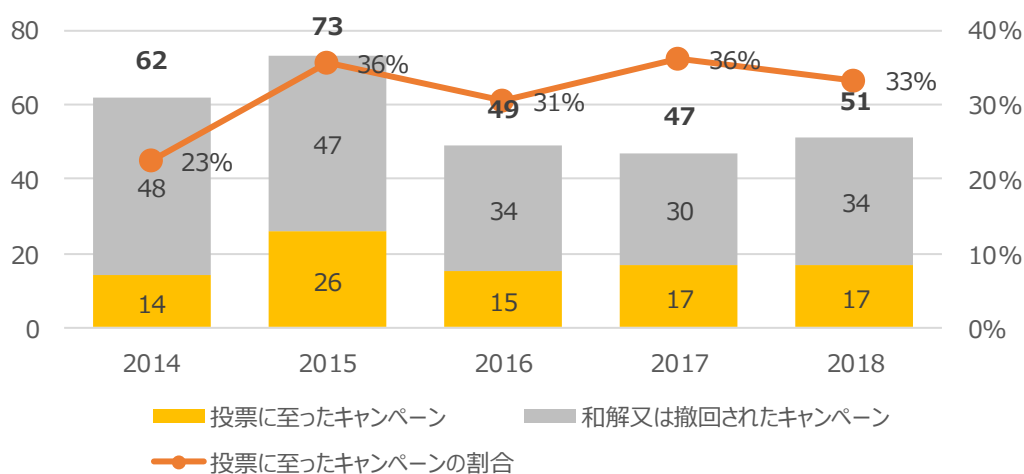


図 63 委任状争奪戦の件数と投票に至ったキャンペーンの割合

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP., 2019]より筆者作成

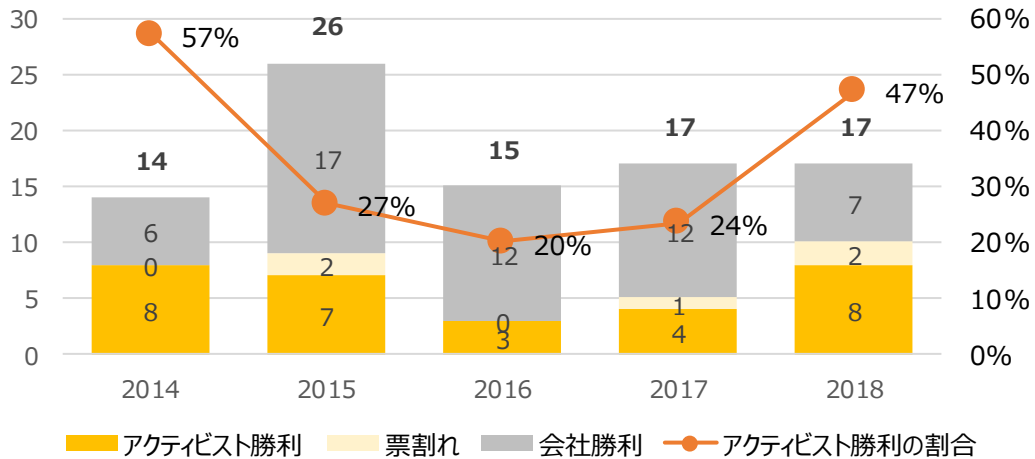


図 64 投票に至った委任状争奪戦の結果

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

委任状争奪戦は、少数の取締役候補者を推薦するショート・スレートによるキャンペーンと、取締役会の過半の役員候補者を推薦するコントロール・スレートによるキャンペーンの2つに分けられる。図 65 のとおり、コントロール・スレートを用いるキャンペーンの方が多いものの、ショート・スレートを用いるキャンペーンも毎年 30%程度存在している。

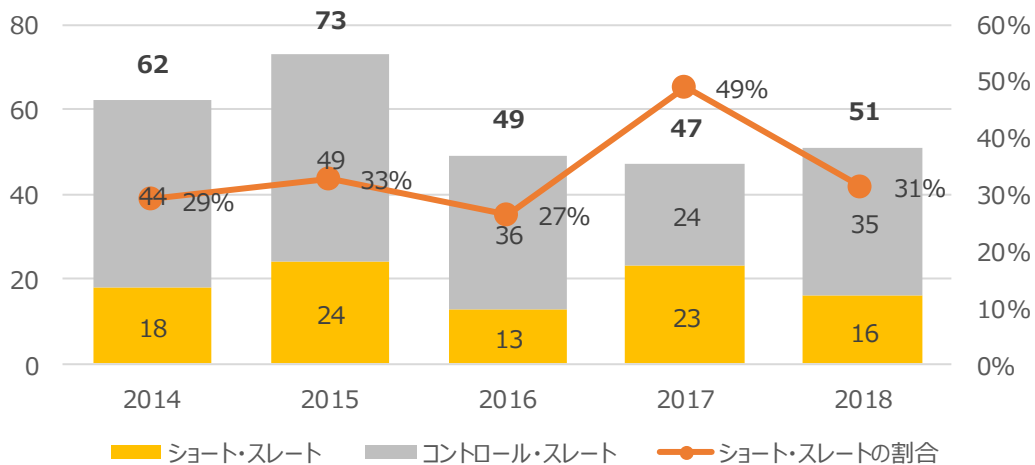


図 65 委任状争奪戦におけるショート・スレート及びコントロール・スレートの件数及び割合

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

ショート・スレートの委任状争奪戦及びコントロール・スレートの委任状争奪戦の結果は、図 66 及び図 67 のとおりである。2018 年は、ショート・スレートの委任状争奪戦の 50%で、アクティビスト・ファンドが 1 議席以上を獲得した。また、コントロール・スレートの委任状争奪戦では、2018 年に 46%の委任状争奪戦でアクティビスト・ファンドが 1 議席以上を獲得し、9%の委任状争

奪戦でアクティビスト・ファンドが取締役会の議席の過半を獲得した。

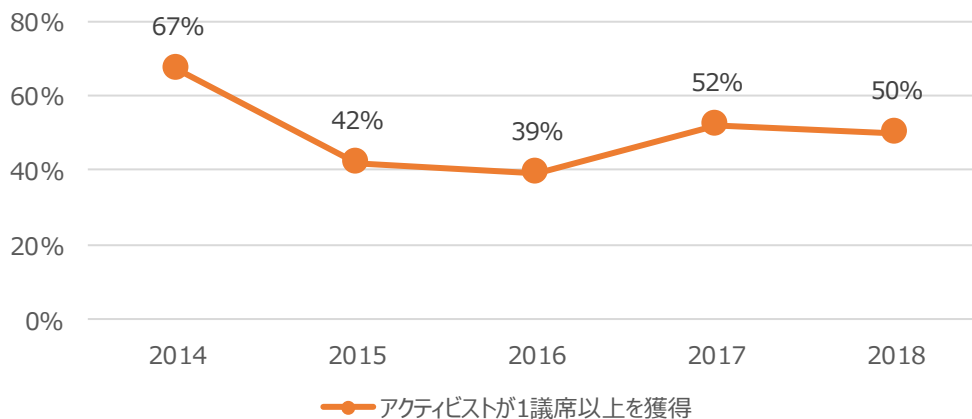


図 66 ショート・スレートの委任状争奪戦の結果

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP., 2019]より筆者作成

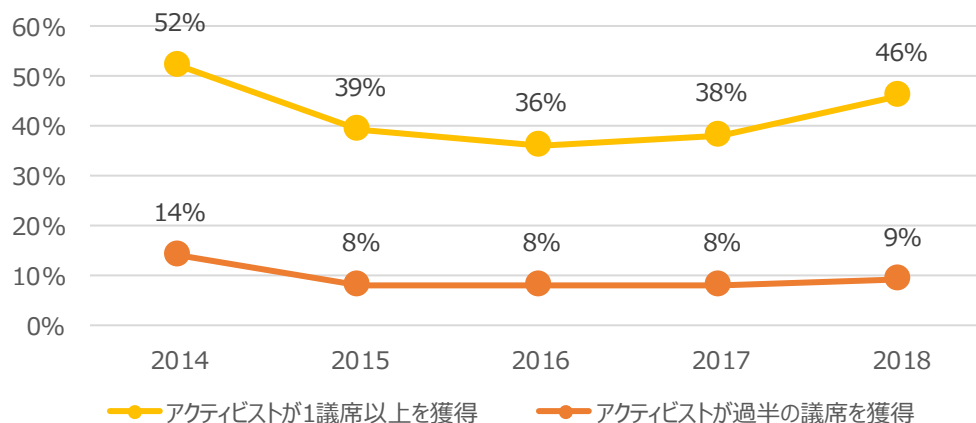


図 67 コントロール・スレートの委任状争奪戦の結果

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP., 2019]より筆者作成

また、委任状争奪戦の結果に関わらず、委任状争奪戦は対象会社にしばしば変化をもたらしている。委任状争奪戦の対象となった会社の一部は、新たな委任状争奪戦に備えて、経営者の交代や合併又はスピンオフ等の戦略的施策を行っている。2014年から2018年にかけて、CEOが交代する会社及び合併又はスピンオフを実施する会社の割合は低下している。一方で、[Sullivan & Cromwell LLP., 2019]によると、2014年以降、委任状争奪戦の対象となった企業においては、取締役会の構成を変更する企業が増加しており、継続的に対象企業に影響を与えていることが分かる。

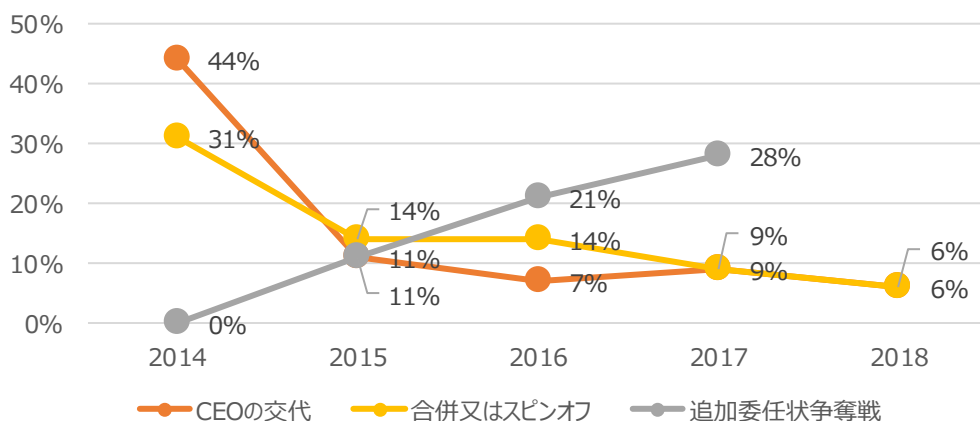


図 68 委任状争奪戦後の対象会社の状況

* 2018年のデータについては、当初の委任状争奪戦から十分な期間が経過していないため、追加委任状争奪戦の割合については省略。

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

4.5.5 キャンペーンの詳細

委任状争奪戦及びその他のキャンペーンにおける目標を、表 12 及び表 13 に示す。

表 12 委任状争奪戦を伴うキャンペーンの目標

	2014	2015	2016	2017	2018	5年平均
事業戦略	44%	34%	21%	15%	12%	25%
バランスシート	35%	53%	21%	60%	25%	39%
M&A	27%	40%	21%	13%	27%	26%
取締役会に関するガバナンス	26%	26%	23%	51%	14%	28%
役員報酬	5%	11%	10%	23%	10%	12%
その他のガバナンス	19%	8%	2%	15%	6%	10%

* 1つのキャンペーンにおいて複数の目標が設定される場合があるため、合計は100%にはならない。

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

表 13 委任状争奪戦以外のキャンペーンの目標

	2014	2015	2016	2017	2018	5年平均
事業戦略	23%	24%	24%	47%	29%	30%
バランスシート	26%	21%	17%	37%	44%	29%
M&A	31%	37%	34%	29%	39%	34%
取締役会に関するガバナンス	7%	11%	13%	26%	12%	14%
役員報酬	4%	7%	5%	5%	7%	6%
その他のガバナンス	0%	2%	1%	3%	5%	2%

*1つのキャンペーンにおいて複数の目標が設定される場合があるため、合計は100%にはならない。

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

委任状争奪戦を伴うキャンペーンにおいては、過去5年間で事業戦略を目標とするキャンペーンの割合が徐々に低下し、2014年の44%から2018年には12%に低下した。バランスシート（配当や自社株買いによる株主還元等のキャピタル・アロケーション戦略に関する目標）、M&A（事業売却又は提案された合併への反対）及び取締役会に関するガバナンスについては、年による変動が大きいものの、5年平均では事業戦略の割合を上回っており、主要な目標となっていることが分かる。2018年はM&Aの割合が最も高く27%で、次いでバランスシートが25%となった。

委任状争奪戦以外のキャンペーンでは、事業戦略、バランスシート及びM&Aに関する目標の割合が高い。2018年は特にバランスシート及びM&Aに関する目標の割合が高く、それぞれ44%、39%となり、過去5年間で過去最高となった。

なお、[Lazard, 2019]によると、グローバルで2018年に公表されたキャンペーンのうち33%はM&A関連のキャンペーンで、そのうち41%が対象会社の売却を求めるキャンペーンで、28%が事業の分離又は売却を求めるキャンペーンで、30%が進行中のM&Aの中止又は条件の改善を求めるキャンペーンであった。

4.5.6 アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の対応

アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象となった企業は、様々な手段を活用してキャンペーンに対応している。当然ながら、企業の対応は、キャンペーンの目標（要求事項）によって異なるが、一般的な対応として以下の対応が挙げられる。

- 実質的な対応
 - 自社株買いや配当等を通じた株主価値向上策の実施
 - アドバイザーの採用による戦略的な代替策の評価
- ガバナンスの強化と見なされるガバナンスの変更
- 戦術的な対応
 - 取締役会定数の増加又は削減
 - 株主総会の開催日の延期又は中止
 - ポイズンピルの導入

- 訴訟の開始

過去5年間のアクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の対応を表14に示す。

表14 アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の対応

	2014	2015	2016	2017	2018	5年平均
実質的な対応						
株主価値向上策（自社株買い、配当等）	8%	21%	12%	15%	10%	13%
戦略的代替策を評価するアドバイザー採用の発表	3%	8%	7%	8%	6%	6%
ガバナンスの変更						
株主への事前通知要件の変更	2%	4%	3%	2%	2%	3%
その他の定款等の変更	5%	10%	3%	9%	5%	6%
コーポレート・ガバナンスの強化	1%	3%	4%	2%	2%	2%
戦術的な対応						
取締役会定数の増加	5%	17%	10%	10%	6%	10%
ポイズンピルの導入	7%	1%	2%	3%	2%	3%
株主総会の開催日の延期	1%	3%	2%	2%	2%	2%
取締役会定数の削減	2%	3%	2%	4%	0%	2%
訴訟の開始	0.5%未満	1%	0%	2%	1%	1%

* 1つのキャンペーンにおいて複数の対応がなされる場合があるため、合計は100%にはならない。

(出所) [Sullivan & Cromwell LLP., 2019]より筆者作成

表14のとおり、自社株買いや配当等を通じた株主価値向上策が最も一般的に実施されており、2018年はそれらが10%を占めた。ポイズンピルの導入や訴訟の開始等のアグレッシブな戦術的な対応が対象企業によって行われることはまれであり、過去5年平均でそれぞれ3%及び1%のみであった。

4.6 委任状争奪戦と議決権行使を巡る課題

4.6.1 P&Gとトライアンの委任状争奪戦の概要

株主提案及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーン対応のコストを増加させる理由の1つとして複雑な米国の議決権行使の仕組みが挙げられる。2017年のP&Gとトライアンの委任状争奪戦を参考に、委任状争奪戦に係るコストと米国の複雑な米国の議決権行使の仕組みについての分析を行う。

2017年7月17日、アクティビストのTriam Partners¹⁰³（以下、「トライアン」）は、The Procter & Gamble Company（以下、「P&G」）に対して、トライアンの創業者兼CEOであるネルソン・ペルツ氏のP&Gの取締役就任に関する株主提案を行い、P&Gとトライアンの間で委任状争奪戦が行

¹⁰³ 株主提案を行った Triam Partners, L.P.等の21の投資家の総称として、各種メディアでは「Triam Partners」が使用されている。

われることとなった¹⁰⁴。

会社側の取締役候補者のうち、最も賛成票の少なかったメキシコの元大統領エルネスト・セデージョ氏と、ペルツ氏の得票数は僅差となり、この僅差の委任投票結果を解決するために、業界で「スネーク・ピット（蛇の穴）」と呼ばれる手続き¹⁰⁵が行われた。スネーク・ピットの手続きにおいて、3週間にわたって委任状勧誘者（proxy solicitor）や弁護士等により、約20億票に相当する委任状が精査された。その結果、2017年10月16日に会社側の勝利を開示したものの、11月15日にはトライアの勝利、12月15日には会社側の勝利を再び開示するなど、その結果は、表15のとおり二転することとなった。

最終的には、両陣営は、スネーク・ピットのプロセスを長引かせるのではなく、交渉によって解決することを選択した。P&Gは、トライアの当初の提案から譲歩を引き出したものの、一方で取締役の人数を11人から13人に増やし、ペルツ氏及びNovartisのCEOジョセフ・ジメネス氏の2名をP&Gの取締役に任命すると発表した。

表 15 P&G の委任状争奪戦の結果に係る開示

	エルネスト・セデージョ氏 (会社候補者)		ネルソン・ペルツ氏 (トライア候補者)		結果
	賛成票数	割合	賛成票数	割合	
2017年10月16日 臨時報告書	979,150,492	38.427%	972,999,075	38.185%	6,151,417票 (0.24141%) 差 で 会社候補者の勝利
2017年11月15日 臨時報告書	-	-	-	-	42,780票 (0.00168%) 差で トライア候補者の勝利
2017年12月15日 訂正臨時報告書	973,264,684	38.196%	972,766,372	38.176%	498,312票 (0.01956%) 差で 会社候補者の勝利

(出所) P&G の SEC 開示資料より筆者作成

4.6.2 アクティビストとの委任状争奪戦のコスト

本委任状争奪戦に、P&G 及びトライアの両陣営合計で6,000万ドル（約66億円）が費やされており、[Coronato, 2017]によると、この金額は歴代の委任状争奪戦の最高額とのことである。また、表16のとおり、委任状争奪戦に要した費用の上位10件のうち4件が2017年の案件であることから、近年、米国では委任状争奪戦に要する費用が高額化していることが分かる。

¹⁰⁴ トライアは、93ページにわたる議決権行使の勧誘資料を開示し、P&Gの経営に関する詳細な分析、P&Gの経営戦略に係る提案、及びペルツ氏のトラックレコードについて、データを用いて説明している。詳しくは、[Triam Partners, L.P., 2017]を参照。

¹⁰⁵ スネーク・ピットとは、投票の結果が僅差の場合に、同一株主による異なる日付の議決権行使指図書の日付及びサインを比較し、最終的な投票結果を確定させる手続きのことをいう（4.6.4.2 登録株式の議決権処理とスネーク・ピットにて詳述）。

表 16 委任状争奪戦歴代費用上位 10 件

年	会社名	投資家	概算費用 (百万ドル)	勝者
2017	Procter & Gamble	Triam Fund	60.0	経営陣
2017	Arconic	Elliott Management	32.5	和解
2008	CSX	TCI Fund/3G Capital	31.0	投資家
2017	Automatic Data Processing	Pershing Square	26.0	経営陣
2015	DuPont	Triam Fund	23.4	経営陣
2017	General Motors	Greenlight Capital	21.4	経営陣
2006	H.J. Heinz	Triam Fund/Sandell	21.0	不和
2009	Target	Pershing Square	20.1	経営陣
2007	Motorola	Icahn Associates	16.8	経営陣
2012	AOL	Starboard	14.4	経営陣

(出所) [Coronato, 2017]より筆者作成

図 69 のとおり、会社側の委任状争奪戦に係る費用の中央値は上昇傾向にあり、2016 年には過去最高となる 100 万ドルを記録し、2017 年は、2016 年からは低下したものの、75 万ドル (約 8,452 万円)¹⁰⁶と 2010 年対比では 2.1 倍の水準となった。

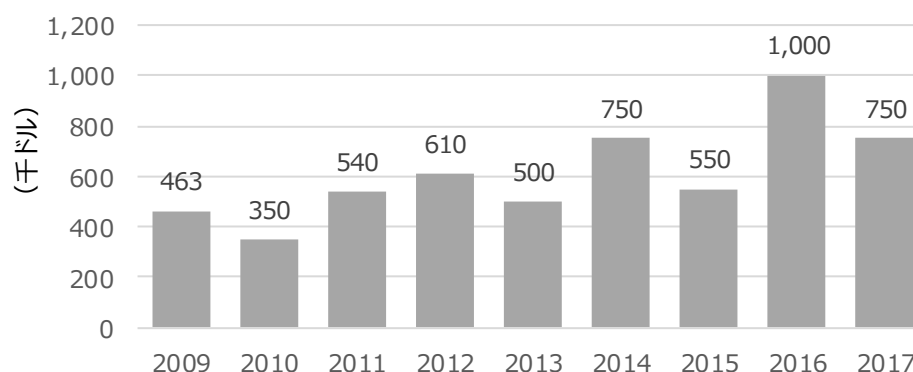


図 69 会社側の委任状争奪戦に係る費用の中央値

(出所) [Coronato, 2017]より筆者作成

4.6.3 米国の議決権行使の仕組み

4.6.3.1 DTC、NSCC 及び Cede & Co. 誕生の背景

現在の米国の証券決済、清算及び保管の仕組みは、1968 年から 1973 年にウォール街で起きた文書作業危機 (ペーパー・クライシス) への対応として誕生した。

¹⁰⁶ 2017 年末時点の為替レート 1 ドル=112.69 円で換算。

当時、証券会社は取引の都度、紙の株券と小切手を交換しており、数百人のメッセンジャーが紙の株券と小切手をいっぱい詰めた鞆を持ってウォール街を行き来していた。NYSE では、毎日 1,000 万株～1200 万株の売買を処理しており、証券会社は書類作業に溢れ、議会や SEC 等でも受渡しリスクに対する懸念が高まっていた。実際、取り違い、盗難及び受け渡し期限内に配達できないことは日常茶飯事であった。1970 年には危機がより深刻になり、未処理残高を減らすため、毎週水曜日は NYSE が閉鎖かつ他の曜日も取引時間が短縮され、さらに決済期間が T+4 から T+5 に延長された。

このペーパー・クライシスの問題を解決するために、2 つ解決策が実施された。1 つ目の解決策は、物理的な株券の中央保管機関の設立である。これにより、物理的な株券を中央保管機関で保管することでその動きを固定し、中央保管機関が備える口座簿上の振替処理により株券の所有権のみの移転を行う制度が導入された。本中央保管機関は、NYSE 及び NYSE 傘下の Central Certificate Service により設立され、その後、1973 年に設立された DTC (Depository Trust Company) にその業務が引き継がれた。なお、DTC で保管される株券は、NYSE の一部として 1966 年にスタートし、1996 年に設立された Cede & Co.¹⁰⁷ の名義で所有されている。

2 つ目の解決策は、マルチラテラル・ネットティングの導入である。清算機関がセントラル・カウンター・パーティとして介在することで、複数の証券会社間の取引がネットティングされ、株券及び現金の決済額を大幅に削減することが可能になった。このマルチラテラル・ネットティングを可能とする清算機関として、1976 年に NSCC (National Securities Clearing Corporation) が設立された。

4.6.3.2 登録株主と実質株主

米国の株式は、その保管形態から、登録株式 (Registered Shares) と実質株式 (Beneficial Shares) の 2 種類に分けることができ、また、各株式の所有者は、それぞれ登録株主 (Registered Shareholders)、実質株主 (Beneficial Shareholders) と呼ばれている。図 70 はその仕組みを図示したものである。

¹⁰⁷ Cede は「Central Depository」の略。

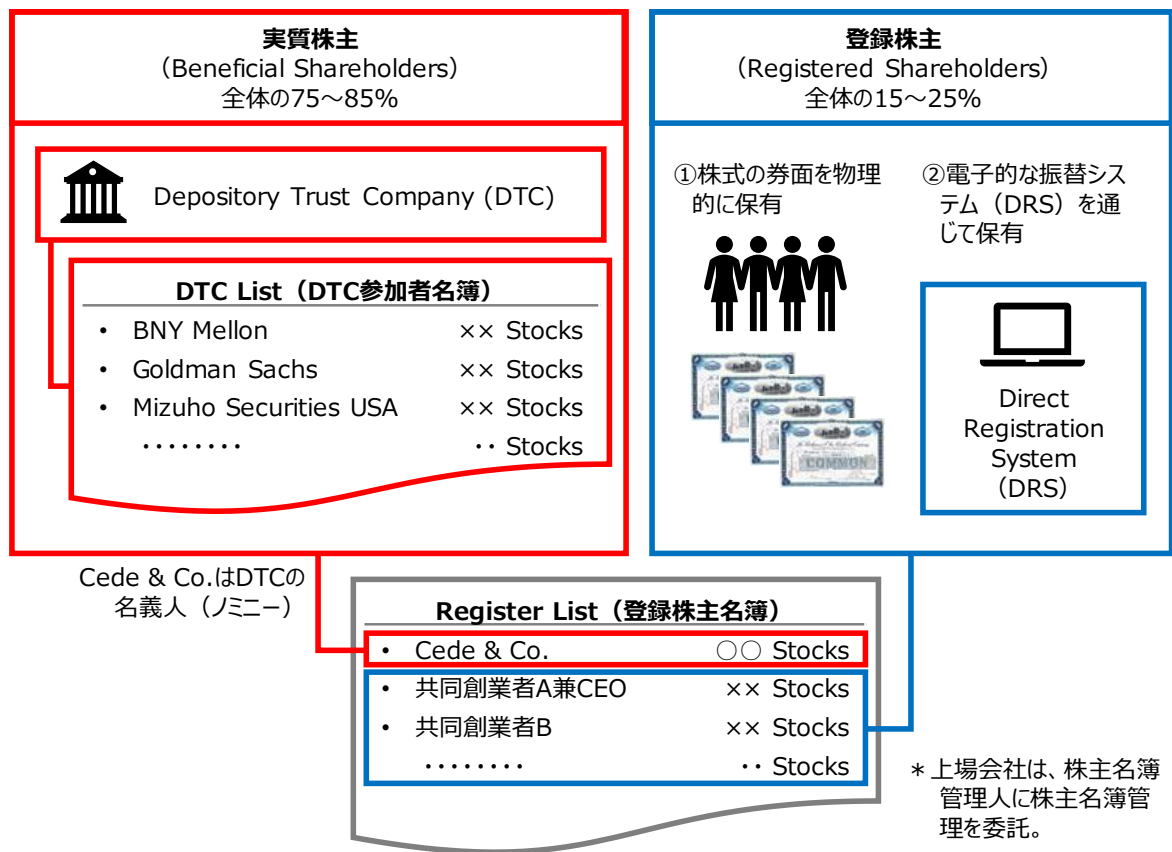


図 70 米国における株式保有の仕組み

(出所) [The U.S. Securities and Exchange Commission, 2010]及び [有限責任あずさ監査法人, 2016]より筆者作成

(1) 実質株主

米国企業の上場株券の75~85%は、DTCにて保管されている。多くの一般投資家は、DTCの参加者であるカストディ銀行や証券会社等を通じてDTC内に保管された株式を所有することとなり、株主名簿に自身の名前は記載されないものの、これらカストディ銀行や証券会社等との契約関係によって実質的な株主としての利益を受けることができる。このような株主を実質株主と呼ぶ。

なお、DTCにて保管される株式は、すべてDTCのノミニー(名義人)である「Cede & Co.」名義で上場会社の株主名簿に記載される。また、DTCは、DTCに口座を有するカストディ銀行や証券会社等の参加者名(いわゆる「ストリート・ネーム」)別の名簿である「DTC List」を日々作成している。

(2) 登録株主

DTCにて保管されない残りの15~25%の上場株券は、株主名簿に直接株主の名前が記載される登録株主によって保有されている。

登録株主は、①株券を物理的に保有するか、②電子的な振替を可能とするDirect Registration System (DRS)のいずれかの方法で株式を保有することができる。なお、DRSはDTCによって管

理されており、DTC のホームページによると、2018 年 8 月末時点で 62 の DRS が登録されている¹⁰⁸。

(3) 株主名簿管理人

上場会社は、登録株主を自ら管理する必要があるが、通常は Transfer Agent（株主名簿管理人）に当該管理業務を委託している。なお、株主名簿管理人は、SEC への登録が求められており、その機能の一部は SEC の検査対象となっている。

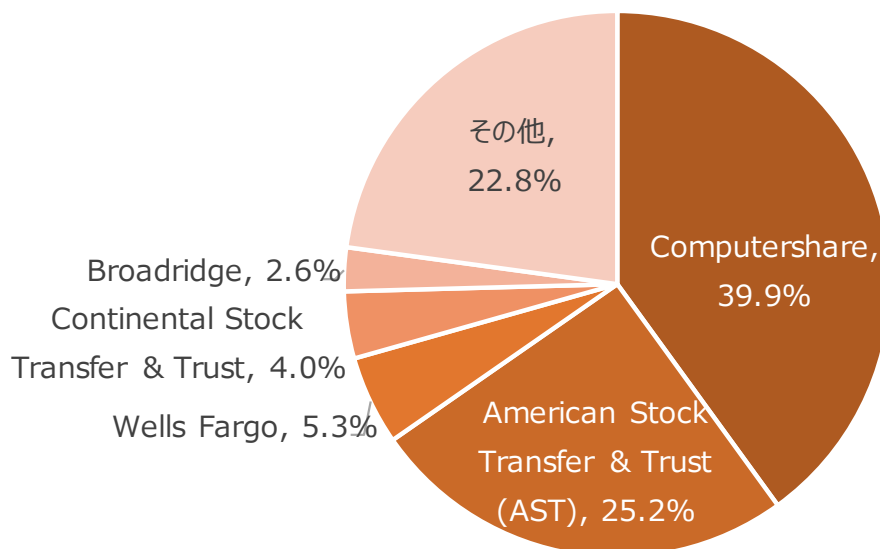


図 71 株主名簿管理人シェア

* 2018 年 7 月 26 日時点。

(出所) [Audit Analytics, 2018]より筆者作成

4.6.3.3 米国における議決権行使のプロセス

図 72 に、米国における議決権行使のプロセスを図示する。以下に、各プロセスの詳細を記載するが、①～⑩の番号は、図 72 内の番号に対応している。

¹⁰⁸ The Bank of New York Mellon、Citibank N.A.、Computershare Trust Company, N.A.等。

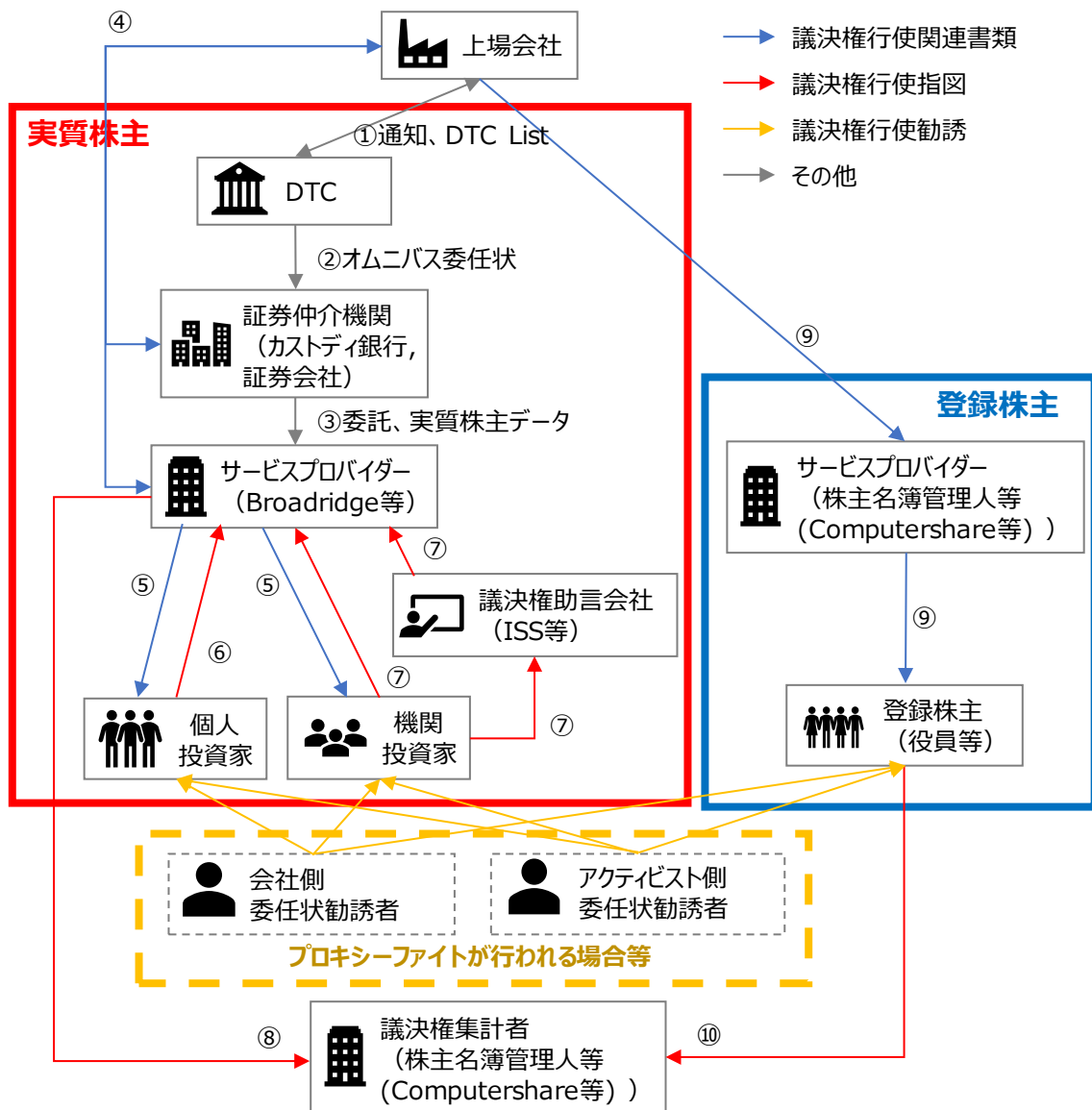


図 72 米国における議決権行使のプロセス

(出所) [The U.S. Securities and Exchange Commission, 2010]、[有限責任あずさ監査法人, 2016]、[Racanelli, 2018]、
[Daly, 2017]及び [Birstingl, 2017]を参考により筆者作成

(1) 実質株主の場合

①基準日及び株主総会開催日の通知、並びに DTC List の授受

- 上場会社は、DTC に対して基準日及び株主総会開催日を通知する。同時に、上場会社は、DTC に対して基準日時点の DTC List を請求する。DTC は、基準日到来をもって、即日 DTC List を上場会社に提出する。

②オムニバス委任状

- DTC は、証券仲介機関（実質株主の口座を預かるカストディ銀行や証券会社）に対して上場会社からの通知内容を通知する。

- ◆ DTC は、基準日時点の DTC List に基づき、証券仲介機関にオムニバス委任状を送付する。

③サービスプロバイダー（Broadridge 等）への事務の委託

- ◆ 証券仲介機関は、議決権行使関連の事務を委託している第三者のサービスプロバイダー（Broadridge 等¹⁰⁹）に、実質株主に関する口座情報を送信する。

④Broadridge 等への議決権行使関連書類の送付

- ◆ 上場会社は、実質株主に送付する資料の部数を把握するため、DTC List に記載されている証券仲介機関に対して Search Card（サーチカード）を送付し、それぞれの証券仲介機関の傘下に実質株主が何名いるかを把握する¹¹⁰。
- ◆ 上場会社は、Broadridge 等に対して、実質株主の数に応じて議決権行使関連書類を送付する。

⑤実質株主への議決権行使関連書類の送付

- ◆ Broadridge 等は、上場会社から受け取った議決権行使関連書類を、実質株主に対して送付¹¹¹する。
- ◆ 送付方法は以下の3つ。なお、米国では、Notice & Access 制度¹¹²により、上場会社が採用すれば、議決権行使関連書類に代えて株主総会等の詳細及び情報を掲載しているウェブサイトの URL が記載された通知(Notice)を送付することが可能。
 - i. 書面（Full Delivery）
 - ii. 通知（Notice only）
 - iii. 電子通知

⑥個人投資家（実質株主）による議決権行使指図

- ◆ 個人投資家（実質株主）は、以下の4つのいずれかの方法で議決権の行使指図を行う。
 - i. サービスプロバイダーへの議決権行使指図書の返送
 - ii. 電子行使（Broadridge 等の電子行使プラットフォームを利用）¹¹³

¹⁰⁹ Broadridge によると、当該サービスは、Broadridge が米国の発行済株式数ベースで 85% のシェアを有する。

¹¹⁰ サーチカードを受領した証券仲介機関は、7 営業日以内に上場会社に回答する必要がある。なお、実務上は、証券仲介機関から委託を受けた Broadridge 等が対応することとなる。

¹¹¹ 5 営業日以内に送付する義務がある。なお、後述の登録株主に対しては議決権行使書（委任状）が送付されるが、実質株主に対しては議決権行使指図書（Voting Instruction Form : VIF）が送付される。

¹¹² 上場会社は、株主総会の委任状説明書、株主宛て年次報告書等をインターネット上のウェブサイトに掲載した上で、当該ウェブサイトのアドレス、総会日時、場所、議案等が記載された通知のみを株主に郵送することが認められている。この方法は、Notice Only Option と呼ばれる。また上場会社等は、従来どおり、招集通知、委任状説明書、株主宛て年次報告書等を株主に郵送すること（Full Set Delivery Option）も可能である。上場会社等は、株主へ委任状参考資料を提供する唯一の手段として、どちらか一方のみを選択しなければならないわけではなく、委任状説明書等を提供するのに、一部の株主へは Notice Only Option、他の株主へは Full Set Delivery Option を利用することができる。

¹¹³ Broadridge は個人投資家向けに電子行使プラットフォーム proxyvote.com を提供している。2017 年に Broadridge が処理した議決権行使のうち、書面及び電話での行使の割合がそれぞれ全体の 4.9%、0.4%であったのに対して、proxyvote.com を通じた行使の割合が 10.7%であったことを踏まえると、個人株主の多くが電子行使を行っていると推察される。なお、機関投資家向け電子行使プラットフォーム ProxyEdge を通じた行使の割合は 82.8%であった。

- iii. 電話による行使
- iv. 株主総会への出席¹¹⁴

⑦機関投資家（実質株主）による議決権行使指図

- ◆ 機関投資家（実質株主）は、通常、ISS や Glass Lewis 等の議決権行使助言会社の賛否推奨や、自社の議決権行使ガイドラインに基づき、各議案に対する投票を決定する。
- ◆ 議決権の行使指図は、Broadridge の電子行使プラットフォーム（ProxyEdge）や、ISS や Glass Lewis 等の議決権行使助言会社の電子行使プラットフォームを介して行う。なお、ISS や Glass Lewis の電子行使プラットフォームは、Broadridge の ProxyEdge に接続されており、最終的には Broadridge に議決権の行使指図が集約される。

⑧議決権集計者

- ◆ Broadridge 等を介して行使指図された実質株主の議決権は、議決権集計者（Vote Tabulator）によって集計される¹¹⁵。

(2) 登録株主の場合

⑨登録株主への議決権行使関連書類の送付

- ◆ 通常、議決権行使関連書類の送付は、株主名簿管理人（Computershare 等）が上場会社の委任を受けて実施する。⑤の場合と同様、送付方法は以下の3つ。
 - i. 書面（Full Delivery）
 - ii. 通知（Notice only）
 - iii. 電子通知

⑩登録株主による議決権行使

- ◆ 登録株主は、以下の4つのいずれかの方法で議決権を行使する。
 - i. 議決権行使書（委任状）の返送
 - ii. 電子行使
 - iii. 電話による行使
 - iv. 株主総会への出席

(3) 委任状勧誘者

株主提案が行われた場合等に、会社又は株主提案を行った株主により、Proxy Solicitors（委任状勧誘者）が雇われることがある。委任状勧誘者は、多くの株式を保有する実質株主を特定し、当該株主に対して、電話等の手段を通じて、雇われた側（会社又は株主提案を行った株主）の推奨する議決権行使を促す。特に、会社と株主が異なる候補者を取締役として推薦する委任状争奪戦で利用されることが多い。

委任状勧誘者の多くは、委任状勧誘を専門とする証券法の弁護士等から成るブティック

¹¹⁴ 株主総会に出席するためには、事前に証券仲介機関に申請して、Legal Proxy を発行してもらう必要あり。

¹¹⁵ 株主名簿管理人が議決権集計者も兼ねることが一般的。

ファームであるが、大手株主名簿管理人も買収を通じて参入している（表 17）。Computershare は、2003 年に大手委任状勧誘者の 1 つである Georgeson Inc. を買収しており、American Stock Transfer は、2014 年に同じく大手委任状勧誘者の 1 つである D.F. King を買収している。なお、2016 年の委任状勧誘者への手数料は、Canadian Pacific Railway（投資家）による D.F. King への支払いが最高で 200 万ドルであった（表 18）。

表 17 委任状勧誘者 2016 年上位 7 社（顧客数ベース）

#	委任状勧誘者	会社	投資家	合計
1	OKAPI Partners LLC	3	23	26
2	Innisfree M&A Incorporated	16	4	20
3	D.F. King (American Stock Transfer子会社)	9	5	14
4	Morrow & Co., Inc.	7	7	14
5	MacKenzie Partners, Inc.	10	3	13
6	Georgeson Inc. (Computershare子会社)	7	3	10
7	InvestorCom, Inc.	0	9	9

（出所） [Birstingl, 2017]より筆者作成

表 18 委任状勧誘者高額手数料 2016 年上位 5 件

#	会社	投資家	委任状勧誘者	手数料	勝者
1	Norfolk Southern Corporation	Canadian Pacific Railway	(投資家側) D.F. King	\$2,000,000	撤回
2	Medivation	Sanofi	(投資家側) Innisfree M&A	\$1,000,000	和解
3	Puma Biotechnology	Fredric N. Eshelman	(投資家側) OKAPI Partners	\$900,000	経営陣
4	Axiall Corporation	Westlake Chemical Corporation	(投資家側) MacKenzie Partners	\$725,000	撤回
5	Chico's FAS	Barington Companies Investors	(会社側) Innisfree M&A	\$600,000	撤回

（出所） [Birstingl, 2017]より筆者作成

4.6.4 P&G とトライアの委任状争奪戦のスネーク・ピットに至った背景と経緯

前述の米国の議決権行使の仕組みを踏まえて、P&G とトライアの委任状争奪戦においてスネーク・ピットに至った背景と経緯について、Forbes に掲載された Broadridge の Rich Daly 氏¹¹⁶の寄稿¹¹⁷を参考に見ていく。

4.6.4.1 実質株式の議決権の処理

P&G の発行済株式数は 26 億株を超える。その発行済株式数の約 94%が実質株式であり、機関

¹¹⁶ 記事掲載時の役職は CEO。2019 年 1 月に CEO を退任し、取締役会議長に就任。

¹¹⁷ [Daly, 2017]

投資家及び個人投資家が、それぞれのカストディ銀行又は証券会社の保管口座を通じて保有している。この実質株主が保有する株式の約 98%は Broadridge によって、約 2%はその他の会社によって議決権行使の処理が行われた。

委任状争奪戦の過程において、Broadridge が処理した全体の 90%以上の株式は、最先端テクノロジーの議決権行使プラットフォーム¹¹⁸によって処理された。紙での投票を含むすべての投票が正確に記録されるように複数のレビューを受け、日次ベースで集計及び更新が行われ、P&G 及びトリアンの両陣営に同時に共有された。そして、投票結果は、投票が終了してから数分以内に確定した。

4.6.4.2 登録株式の議決権処理とスネーク・ピット

一方、発行済株式数の約 6%を占める登録株式については、しばしばその集計結果が疑問視される。執行役員、取締役、従業員及び直接株券を保有する投資家によって保有される登録株式の集計には、Broadridge は関与しておらず、実質株式とは異なる方法で集計が行われている。

委任状争奪戦の両陣営のそれぞれが、登録株主の投票を郵送及び集計するために委任状勧誘者を雇う。P&G のケースでは、P&G は D.F. King、トリアンは Innisfree を委任状勧誘者として雇った。その後、両陣営の委任状勧誘者は、それぞれの結果を、独立した選挙管理人に提示する。P&G のケースのように、投票の結果が僅差である場合には、登録株主の投票の最終結果を確定させるために、選挙管理人は、しばしば矛盾する両陣営の結果を調整する必要がある。今回のケースでは、報告された 200,000 件の投票用紙 1 枚、1 枚が、選挙管理人、両陣営の委任状勧誘者並びに P&G 及びトリアンを代表する弁護士によって精査された。両陣営が持ち込んだ同一の株主による異なる日付の議決権行使指図書の日付及びサインを比較し、最終的な投票結果を確定させることになるが、この確認が頻繁に論争となる。このプロセスがスネーク・ピットと言われる手続きである。

4.6.4.3 議決権行使プロセスに対する評価

Rich Daly 氏は、「今日の電子化された証券取引所及び HFT の世界において、テーブル上で投票結果の裁定を行うことは、時代遅れで不必要である」と述べている。

また、P&G 及びトリアンは、Barron's¹¹⁹の問い合わせに対して、委任状争奪戦自体についてはコメントしなかったものの、担当者を通じて、「議決権行使システムは過度に複雑で、僅差の場合には正確かつ検証可能な集計が極めて困難」と説明した。また両社は、「議決権行使システムは必要以上に費用がかかる上に面倒で、株主と発行体のニーズを満たすように近代的にアップデートすべきだ」とも指摘した。

¹¹⁸ Rich Daly CEO (当時) は、Broadridge によって処理された投票の正確さに対する市場の信頼の鍵は、独立した第三者による検証であると説明している。4 大監査法人の 1 社が、四半期及び年次ベースで Broadridge の議決権行使指図書の処理及びレポーティングの正確性をテストしている。これらのテストでは、投票の計算の精度が一貫して 99.9%を超えていることが報告されている。

¹¹⁹ [Racanelli, 2018]

4.7 本章のまとめ

以下に本章の要点を節毎にまとめる。

(1) 取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティー

- 米国における取締役のフィデューシャリー・デューティーは、会社法上の経営者の株主に対する注意義務や忠実義務等の義務を総称する概念である。
- フィデューシャリー・デューティーは、注意義務及び忠実義務という2つの基本的な義務からなり、取締役は、誠実かつ相当な注意を持って、会社及び株主の最善の利益（経済的な利益）のために行動しなければならない。
- フィデューシャリー・デューティーには、伝統的な①注意義務（Duty of Care）及び②忠実義務（Duty of Loyalty）のほかに、これらから派生した③誠実義務（Duty of Good Faith）、④機密保持義務（Duty of Confidentiality）、⑤慎重義務（Duty of Prudence）及び⑥開示義務（Duty of Disclosure）が含まれる。
- 取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーは、米国市場における株主第一主義の法的根拠となっており、株主代表訴訟やアクティビストによるキャンペーンは、取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーを前提として行われている。

(2) 証券クラスアクション

- 2018年に、米国上場会社の8.4%、約12社に1社が証券クラスアクションを提訴され、1億ドルを超えるM&A案件の82%が訴訟を提起された。
- IPO直後の会社は、他の上場会社と比較して、より高い割合で証券クラスアクションの標的となっており、2009年から2017年にIPOを果たした企業の24.4%がIPOから7年目までに証券クラスアクション（M&Aを除く）を提起された。
- 1997年から2014年に提起された約4,000件の証券クラスアクションのうち、裁判で解決されたのは14件に過ぎず、証券クラスアクションのほとんどは和解等、裁判所の外で解決されている。
- これまでの和解の最高額は、SOX法制定のきっかけにもなったエンロンで、和解額の合計は約72億ドル（約7,878億円）で、2018年の最高額はブラジルの石油会社ペトロブラスの30億ドル（約3,263億円）であった。
- 2018年の和解額の平均は6,900万ドル（約75億円）で、中央値は1,300万ドル（約14億円）と、一般的な和解額でも10億円を超える水準となっている。

(3) 株主提案と企業の厄介者

- 株主提案の多くは、①企業の厄介者と呼ばれる幅広い企業に実質的に同様の提案を繰り返し行う個人投資家、②社会政策投資家及び③組合労働者年金の3つの限られたグループの株主によって行われている。
- 2018年の株主総会シーズンには788件の株主提案が提出され、そのうち24%にあたる187件の株主提案は、「企業の厄介者」と呼ばれる3人の個人/家族による単独又は共同

の株主提案であった。

- 上場会社は、株主提案への対応に1件当たり87,000ドル（約1千万円）の費用を要しており、米国の上場会社全体では、3つの個人/ファミリーの株主提案に、年間で90百万ドル（約108億円）以上の費用を要しているとされている。
- 近年、米国では、環境、社会及び政治の社会政策に関する株主提案の件数及び賛成率が上昇している。
- ニューヨーク州退職年金基金は、TCFDのフォーカスエリアでもある「2°Cシナリオ分析開示」に関する株主提案を2017年に5件行い、このうち3件が採択された。否決された2件の株主提案を含め、すべての提案の賛成率が45%以上となり、2°Cシナリオ分析開示への賛成率が大幅に高まっている。
- TCFDを支持する投資家及び企業の増加とともに、今後も2°Cシナリオ分析の開示を要求する投資家とその情報を開示する企業は増加していくものと予想されており、上場会社はより一層環境問題を意識した経営及び開示を行っていく必要があると思われる。一方で、2°Cシナリオ分析を行うためには、モデルを作成し、市場への影響を分析し、さらに自社ビジネスへの影響を分析するという、高度なプロセスが求められ、上場会社にとっての開示負担は決して軽いものではないものと推測される。

(4) アクティビスト・ファンドによるキャンペーン

- 2018年は、米国企業を対象とするアクティビスト・ファンドによるキャンペーンが268件行われた。上場会社の約16社に1社（約6%）がアクティビスト・ファンドのキャンペーンのターゲットとなったことになる。
- 2018年に全世界で開始されたキャンペーンのうち、件数ベースで57%、投資金額ベースで62%が米国企業に対するキャンペーンであり、米国市場でアクティビスト・ファンドが活発にキャンペーンを展開していることが分かる。
- アクティビスト・ファンドがキャンペーンの目標を達成するために用いる最も一般的な戦略は、委任状争奪戦で、2018年に開始されたキャンペーンの19%が該当する。訴訟や臨時株主総会の招集等のアグレッシブな戦術が利用されることはまれ（いずれも5%未満）であるが、アクティビスト・ファンドにとって重要な戦術となっている。
- キャンペーンの対象となった企業は、様々な手段を活用してキャンペーンに対応している。自社株買いや配当等を通じた株主価値向上策が最も一般的に実施されており、2018年は10%を占めた。ポイズンピルの導入や訴訟の開始等のアグレッシブな戦術的な対応が対象企業によって行われることはまれであり、過去5年平均でそれぞれ3%と1%のみであった。
- アクティビスト・ファンドによるキャンペーンに対しては、上場会社の短期主義を増長しているとの批判や、経営者をコアな業務への集中を妨げているとの批判もあり、企業の上場意欲を削ぐ要因の1つとされている。

(5) 委任状争奪戦と議決権行使を巡る課題

- 株主提案及びアクティビスト・ファンドによるキャンペーン対応のコストを増加させる理由の1つとして複雑な米国の議決権行使の仕組みが挙げられる。
- 2017年にアクティビスト・ファンドのトライアンは、P&Gに対して、トライアンの創業者兼CEOであるネルソン・ペルツ氏のP&Gの取締役就任に関する株主提案を行った。ペルツ氏の取締役就任を巡る委任状争奪戦は、初めにP&Gが会社側の勝利を開示した後、トライアンの勝利を開示し、さらに会社側の勝利を開示と、その結果は二転した。
- 米国の株式は、その保管形態から、登録株式と実質株式の2種類に分けることができ、また、各株式の所有者は、それぞれ登録株主、実質株主と呼ばれている。米国企業の上場株券の75~85%はDTCを通じて実質株主によって保有されており、残りの15~25%のみが株主名簿に直接株主の名前が記載される登録株主によって保有されている。実質株主の議決権処理は、Broadridge等のサービスプロバイダーによって電子的に処理されるが、登録株式の議決権処理は手作業による確認を要し、P&Gに対する委任状争奪戦の結果を二転させる要因となった。
- P&Gの委任状争奪戦のコストは、両陣営合計で約6,000万ドル（約66億円）と過去最高額となった。
- 会社側の委任状争奪戦に係る費用の中央値は上昇傾向にあり、2016年には過去最高となる100万ドルを記録し、2017年は、2016年からは低下したものの、75万ドルと2010年対比では2.1倍の水準となった。

5 おわりに

時価総額の増加と上場会社数の減少という一見相反する2つの現象は、米国における強力なマーケットの自浄作用の結果と考えられる。米国では、会社のガバナンスや経営戦略に何か問題があった場合に、株主提案、アクティビストによるキャンペーン及び株主による証券クラスアクション等、株主が会社に直接働きかけ、会社を改善するための手段がより積極的に利用されている。このアクティビストや証券クラスアクションによる株主からの圧力こそが、マーケットの自浄作用であり、米国市場の継続的な成長を支えているものであると考えられる。

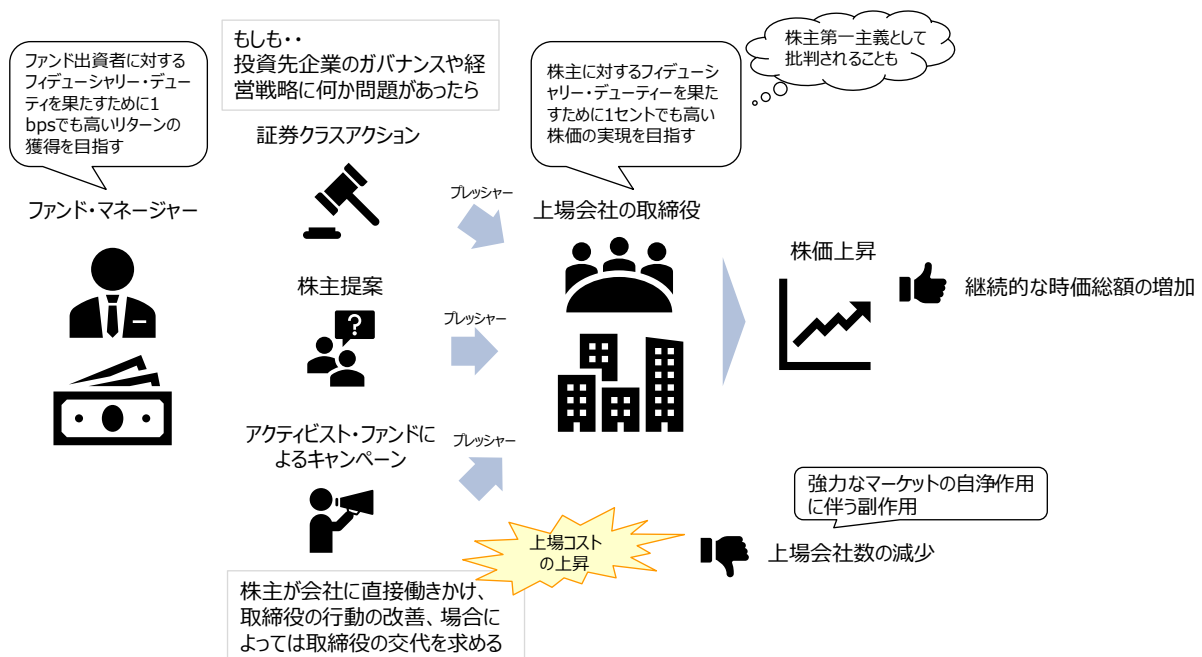


図 73 マーケットの自浄作用のイメージ

(出所) 筆者作成

マーケットの自浄作用の根底にあるのは、「株主第一主義」として批判の対象ともなる、取締役は株主の最善の利益のために行動しなければならないという、取締役のフィデューシャリー・デューティーである。米国では、州の会社法に基づき、取締役は株主に対してフィデューシャリー・デューティーを負っている。株主は、取締役がフィデューシャリー・デューティーを果たしていない、つまり、株主の最善の利益のために行動していないと考える場合に、株主提案、アクティビストによるキャンペーン及び株主による証券クラスアクションといった手段を用いて、取締役の行動の改善、また場合によっては、取締役の交代を求めている。

このアクティビストや証券クラスアクションによる強力なマーケットの自浄作用は、継続的な時価総額の増加を支える一方で、上場に伴うコスト及びリスクの上昇という副作用をもたらし、上場会社数は過去20年間で約半分に減少した。上場会社数の減少という副作用が現れているとおり、株主提案、アクティビストによるキャンペーン及び株主による証券クラスアクションといっ

た手段には、多くの問題が存在しており、必ずしも費用対効果の高いシステムではないと思われる。

米国市場には、時価総額の増加として現れているポジティブな側面と、上場会社数の減少として現れているネガティブな側面の両面が存在している。一方で、日本市場を投資家及び上場会社にとってより魅力的な市場としていくとの観点では、米国市場の経験から学ぶことは多いものと思われる。今後、我が国の上場会社に関する規制設計の議論の過程において、本稿で解説した種々の情報が一助となれば幸いである。

参照文献

- 104th Congress (1995-1996). (1995). "S. Rept. 104-98 - PRIVATE SECURITIES LITIGATION REFORM ACT OF 1995". URL: <https://www.congress.gov/congressional-report/104th-congress/senate-report/98/1>.
- Audit Analytics. (2018). "2018 Transfer Agent Market Share". URL: <https://blog.auditanalytics.com/2018-transfer-agent-market-share/>.
- BauguessScott, GullapalliRachita, IvanovVladimir. (2015). "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014". URL: <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>: SEC Division of Economic and Risk Analysis.
- BauguessScott, GullapalliRachita, IvanovVladimir. (2018). "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2017". URL: https://www.sec.gov/files/DERA%20white%20paper_Regulation%20D_082018.pdf: Division of Economic and Risk Analysis (DERA), U.S. Securities and Exchange Commission.
- BirstingAndrew. (2017). "MORGAN STANLEY, GOLDMAN SACHS TOP ADVISORS IN ACTIVIST SITUATIONS IN 2016". URL: <https://insight.factset.com/who-were-the-top-advisers-in-activist-situations-in-2016>: FactSet.
- BlackJamesGarrett. (2017). "The current US private equity scene in 11 charts". URL: <https://pitchbook.com/news/articles/the-current-us-private-equity-scene-in-11-charts>: PitchBook.
- BoysonM.Nicole, GantchevNickolay, ShivdasaniAnil. (2015). "Activism Mergers". URL: https://www.activistinsight.com/research/Activism%20Mergers_261015025521.pdf.
- CainD.Matthew, SolomonDavidoffSteven. (2015). "A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation". URL: <https://ilr.law.uiowa.edu/print/volume-100-issue-2/a-great-game-the-dynamics-of-state-competition-and-litigation/>.
- CB Insights. (2019a). "The Global Unicorn Club". URL: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>.
- CB Insights. (2019b). "The Unicorn Exits Tracker". URL: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-exits>.
- CoplandR.James, O'KeefeM.Margaret. (2017a). "Proxy Monitor 2017: Season Review". URL: https://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_15.aspx: Proxy Monitor.
- CoplandR.James, O'KeefeM.Margaret. (2017b). "Proxy Season Preview: Shareholder Activism en Marche". URL: https://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_14.aspx: Proxy Monitor.
- CoplandR.James, O'KeefeM.Margaret. (2017c). "PROXY MONITOR 2017 FINDING 1 Climate-Change Proposals Break Through". URL: <https://www.proxymonitor.org/Forms/2017Finding1.aspx>: Proxy Monitor.
- Cornerstone Research. (2019a). "Securities Class Action Filings 2018 Year in Review". URL: <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2018-Year-in-Review>

w.

- Cornerstone Research. (2019b). "Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies - Review of 2018 M&A Litigation". URL: <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Shareholder-Litigation-Involving-Acquisitions-of-Public-Companies-Review-of-2018-M-and-A-Litigation-pdf>.
- CoronatoMike. (2017). "2017 PROXY FIGHTS: HIGH COST, LOW VOLUME" . URL: <https://insight.factset.com/2017-proxy-fights-high-cost-low-volume>.
- DalyRich. (2017). "P&G Couldn't Avoid The 'Snake Pit.' Better Tech, Verification Will Stop This In The Future" . URL: <https://www.forbes.com/sites/richdaly/2017/10/27/pg-couldnt-avoid-the-snake-pit-better-tech-verification-will-stop-this-in-the-future/#3edf88c04f39>: Forbes.
- DoidgeCraig, KarolyiAndrewG., StulzM.René. (2015). "The U.S. listing gap". URL: https://www8.gsb.columbia.edu/faculty-research/sites/faculty-research/files/finance/Finance%20Seminar/Fall%202015/Doidge_Karolyi_Stulz_Listing_Gap_July2015.pdf.
- Ernst & Young LLP. (2017a). "Looking behind the declining number of public companies". URL: <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/ey-an-analysis-of-trends-in-the-us-capital-markets.pdf>.
- Ernst & Young LLP. (2017b). "Why are more companies staying private?". URL: <https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/giovannetti-presentation-acsec-021517.pdf>.
- Gibson, Dunn & Crutcher LLP. (2018). "Shareholder Proposal Developments During the 2018 Proxy Season". URL: <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/07/shareholder-proposal-developments-during-the-2018-proxy-season.pdf>.
- Gibson, Dunn & Crutcher LLP. (2019). "2018 Year-End Securities Litigation Update". <https://www.gibsondunn.com/2018-year-end-securities-litigation-update/>.
- GreenwoodRobin, SchorMichael. (2007). "Hedge fund investor activism and takeovers". URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/817d/0a2d4595d9ab988d1839b460dbb3b093b854.pdf>.
- HollemanA.Todd, MurkowskiE.Robert. (2017). "The Future of Disclosure-Only Merger and Acquisition on Class-Action Settlements in Michigan Post Trulia". URL: <https://www.millercanfield.com/assets/htmldocuments/The%20Future%20of%20Disclosure%20Article.pdf>.
- HuetEllen, LanxonNate. (2019). "Slack Gets Slice of SoftBank's \$100 Billion Tech Bounty". URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-17/slack-gets-slice-of-softbank-s-100-billion-tech-bounty>: Bloomberg.
- Institutional Shareholder Services Inc. (2019). "The Top 100 U.S. Class Action Settlements of All Time as of December 31, 2018". URL: <https://www.issgovernance.com/library/the-top-100-u-s-settlements-of-all-time-as-of-december-2018/>.
- IvanovVladimir. (2017). "U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act". URL: https://www.sec.gov/files/2017-03/RegCF_WhitePaper.pdf: SEC.
- IvanovVladimir, BauguessScott. (2013). "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of Unregistered Offerings Using the Regulation D Exemption, 2009 - 2012". URL: <https://www.sec.gov/divis>

- ions/riskfin/whitepapers/dera-unregistered-offerings-reg-d.pdf: Division of Economic and Risk Analysis (DERA), U.S. Securities and Exchange Commission.
- KolchinKatie. (2018). "SIFMA Insights: US Equity Capital Formation Primer - An exploration of the IPO process and listings exchanges". URL: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/11/SIFMA-Insights-Capital-Formation-Primer-FINAL.pdf>: Securities Industry and Financial Markets Association.
- Lazard. (2019). "2018 Review of Shareholder Activism". URL: <https://www.lazard.com/media/450805/lazards-2018-review-of-shareholder-activism.pdf>.
- MauboussinJ.Michael, CallahanDan, MajdDarius. (2017). "The Incredible Shrinking Universe of Stocks". URL: https://www.cmgwealth.com/wp-content/uploads/2017/03/document_1072753661.pdf.
- MSCI INC. (2019). "2019 Investor Day". URL: <http://ir.msci.com/static-files/ac2a418d-e22c-41a2-a162-44f413fd4078>.
- Nasdaq, Inc. (2017). "The Promise of Market Reform: Reigniting America's Economic Engine". URL: https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq_Blueprint_to_Revitalize_Capital_Markets_April_2018_tcm5044-43175.pdf.
- NERA Economic Consulting. (2019). "Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2018 Full-Year Review". URL: https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2019/PUB_Year_End_Trends_012819_Final.pdf.
- Office of the New York State Comptroller. (2018). "2017 Corporate Governance Stewardship Report". URL: <https://osc.state.ny.us/reports/esg-report-may-2018.pdf>.
- PitchBook Data, Inc. and National Venture Capital Association (NVCA). (2019). "The 4Q 2018 PitchBook-NVCA Venture Monitor". URL: <https://pitchbook.com/news/reports/4q-2018-pitchbook-nvca-venture-monitor>.
- Proskauer Rose LLP. (2019). "IPO Study 2019". URL: <https://www.proskauer.com/report/proskauer-releases-annual-us-ipo-study-2019>.
- RacanelliJ.Vito. (2018). "Proxy Voting Is Broken and Needs to Change". URL: <https://www.barrons.com/articles/proxy-voting-is-broken-and-needs-to-change-1530924318>: BARRON'S.
- RitterR.Jay. (2019). IPO Data. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.
- SIFMA, U.S. Chamber of Commerce, American Securities Association, Biotechnology Innovation Organization, Equity Dealers of American, TechNet, Nasdaq and National Venture Capital Association. (2018). "EXPANDING THE ON-RAMP: Recommendations to Help More Companies Go and Stay Public". URL: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/04/Expanding-the-On-ramp-Report.pdf>.
- SolomonDavidoffSteven. (2014). "Grappling With the Cost of Corporate Gadflies". URL: <https://dealbook.nytimes.com/2014/08/19/grappling-with-the-cost-of-corporate-gadflies/>: New York Times.
- Sullivan & Cromwell LLP. (2018a). "2018 Proxy Season Review". URL: <https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-2018-Proxy-Season-Review.pdf>.
- Sullivan & Cromwell LLP. (2018b). "Review and Analysis of 2017 U.S. Shareholder Activism". U

- RL: https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Review_and_Analysis_of_2017_US_Shareholder_Activism.pdf.
- Sullivan & Cromwell LLP. (2019). Review and Analysis of 2018 U.S. Shareholder Activism. URL: <https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-SandC-MnA-2018-US-Shareholder-Activism-Analysis.pdf>.
- The IPO Task Force. (2011). "Rebuilding the IPO On-Ramp". URL: https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf.
- The U.S. Census Bureau. (2016). "2016 SUSB Annual Data Tables by Establishment Industry". URL: <https://www.census.gov/data/tables/2016/econ/susb/2016-susb-annual.html>.
- The U.S. Securities and Exchange Commission. (2010). "Concept Release on the US Proxy System". URL: <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.
- Trian Partners, L.P. (2017). "Revitalize P&G – Together". URL: <https://trianpartners.com/content/uploads/2017/01/Trian-PG-White-Paper-9.6.17-1.pdf>.
- U.S. Chamber Institute for Legal Reform. (2018). "A Rising Threat: The New Class Action Racket That Harms Investors and the Economy". URL: https://www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/A_Rising_Threat_Research_Paper-web_1.pdf.
- U.S. Department of the Treasury. (2017). "A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets". URL: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf>.
- Willis Towers Watson. (2019). "Global Pension Assets Study 2019". URL: <https://www.thinkingaheadinstitute.org/en/Library/Public/Research-and-Ideas/2019/02/Global-Pension-Asset-Survey-2019>.
- 後藤潤一郎. (2018). "米国の議決権行使システムを巡る課題". URL: <http://www.camri.or.jp/files/libs/1192/201812051705479224.pdf>: 月刊資本市場.
- 後藤潤一郎. (2019a). "平成時代の米国市場の変貌". URL: <http://www.camri.or.jp/files/libs/1318/201908011157192700.pdf>: 月刊資本市場.
- 後藤潤一郎. (2019b). "米国における取締役のフィデューシャリー・デューティー". URL: <http://www.camri.or.jp/files/libs/1234/201902080904133150.pdf>: 月刊資本市場.
- 坂東洋行. (2017). "コーポレートガバナンス・コードのフォローアップと日英の異同". URL: http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv51/m85_13.pdf.
- 寺崎大介. (2010). "経営判断の原則（アパマンショップ（アパマンショップ株主代表訴訟事件判決）)". URL: http://www.city-yuwa.com/explain/ex_precedent/detail/pdf/att_cr_apaman/01.pdf.
- 有限責任あずさ監査法人. (2016). "日本及び諸外国における株主総会プロセスの電子化等の状況". URL: <https://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160421007/20160421007-3.pdf>.