

変貌する米国上場市場における マーケットの自浄作用

2020年1月30日

株式会社日本取引所グループ

後藤 潤一郎

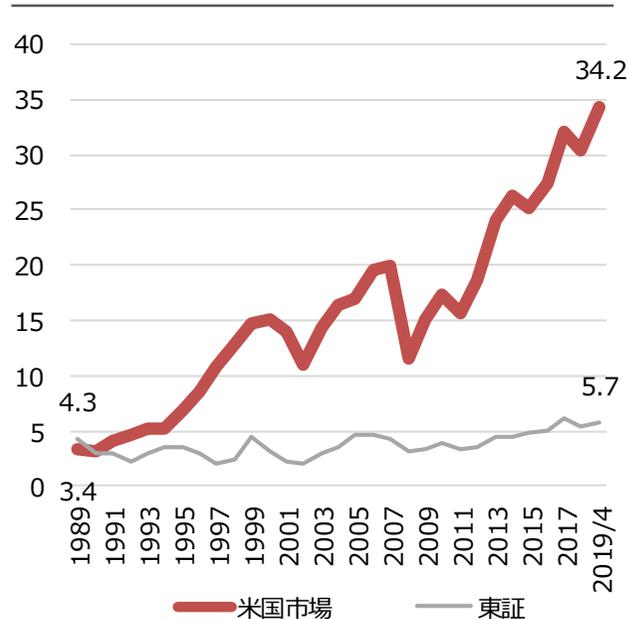
本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、株式会社日本取引所グループの公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは、すべて筆者個人に属する。

1. 平成時代の米国市場の変貌

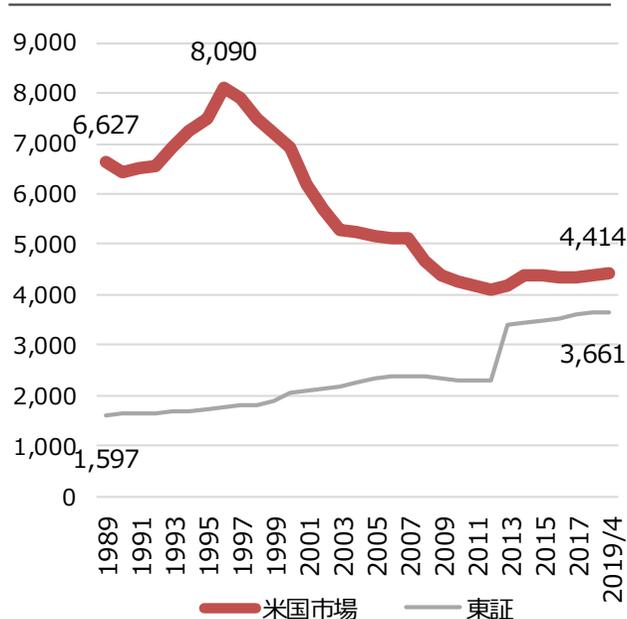
平成時代の米国市場の変貌

- 平成の約30年間に、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。
- 一方、米国市場の内国上場会社は6,627社から4,414社に33%減少。ピークの1996年からは約半減。
- その結果、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。上場会社の大型化が進展。

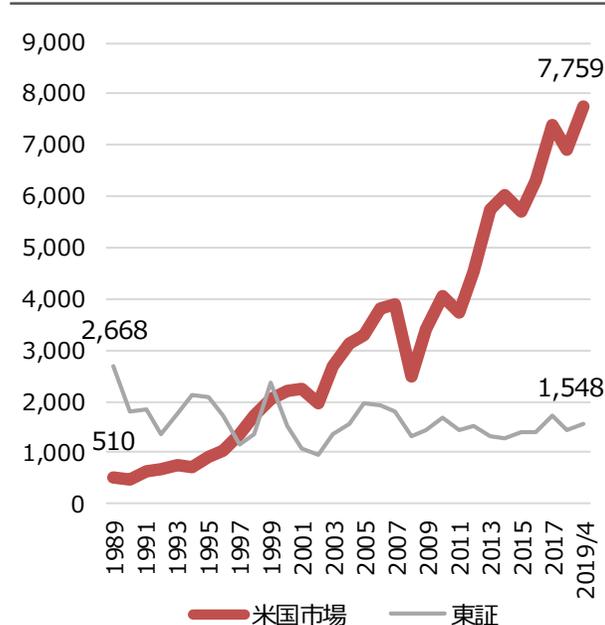
内国上場会社時価総額（兆ドル）



内国上場会社数の推移（社）



1社あたりの平均時価総額（百万ドル）



* 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

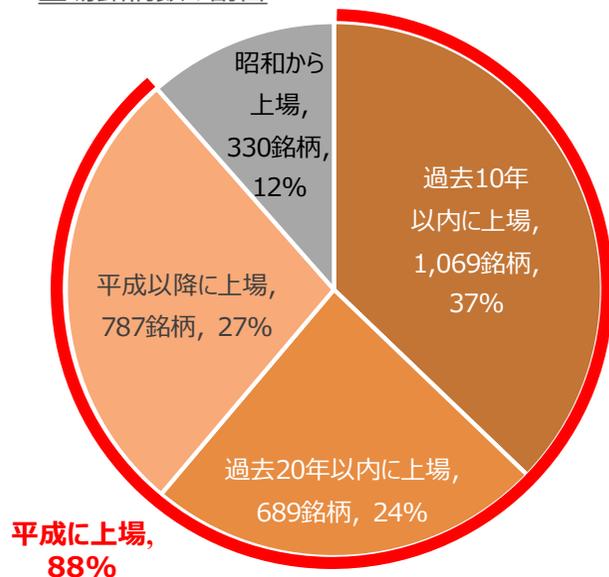
“平成の約30年間に、時価総額の増加と上場会社数の減少という一見相反する2つの現象が発生”
“平均時価総額は東証の5倍に”

時価総額の増加要因分析

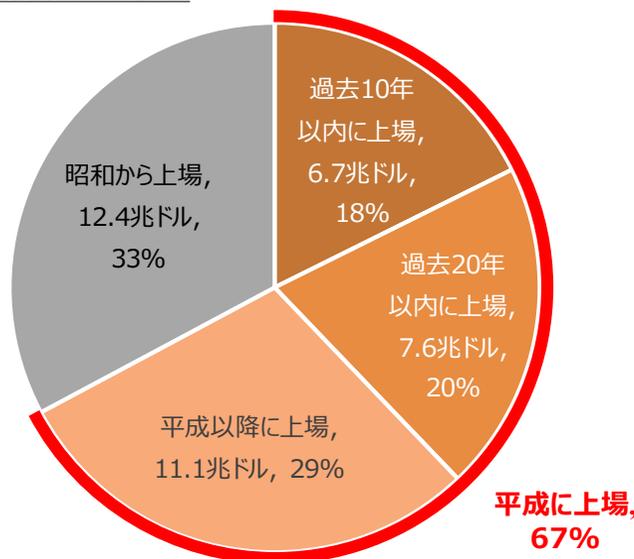
- 平成の間に上場した銘柄が市場全体の時価総額の67%を占め、米国市場の時価総額の増加の牽引役となった。
- 平成始めの時価総額上位10社のすべてが、平成時代を通して時価総額を増加させ（平均9.0倍）、既上場会社も時価総額の増加に貢献した。

上場時点別の上場銘柄数及び上場会社時価総額の割合

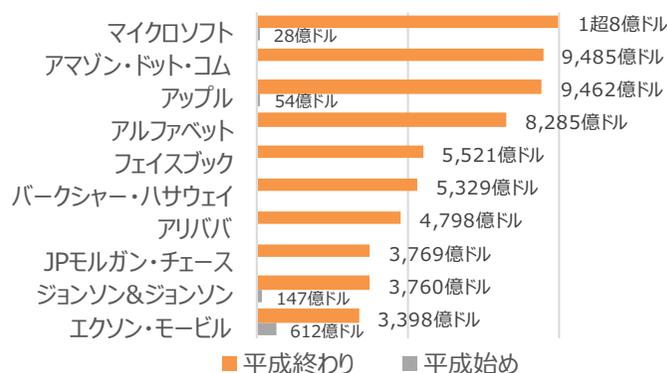
上場銘柄数の割合



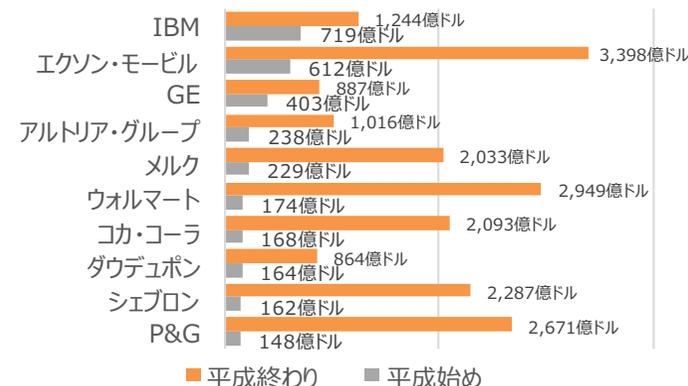
時価総額の割合



平成終わりの時価総額上位10社（2019年4月30日時点）



平成始めの時価総額上位10社（1989年1月9日時点）



* 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。Bloombergで時価総額データが取得可能となった日を上場日として使用した。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。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。

(出所) Bloombergより筆者作成

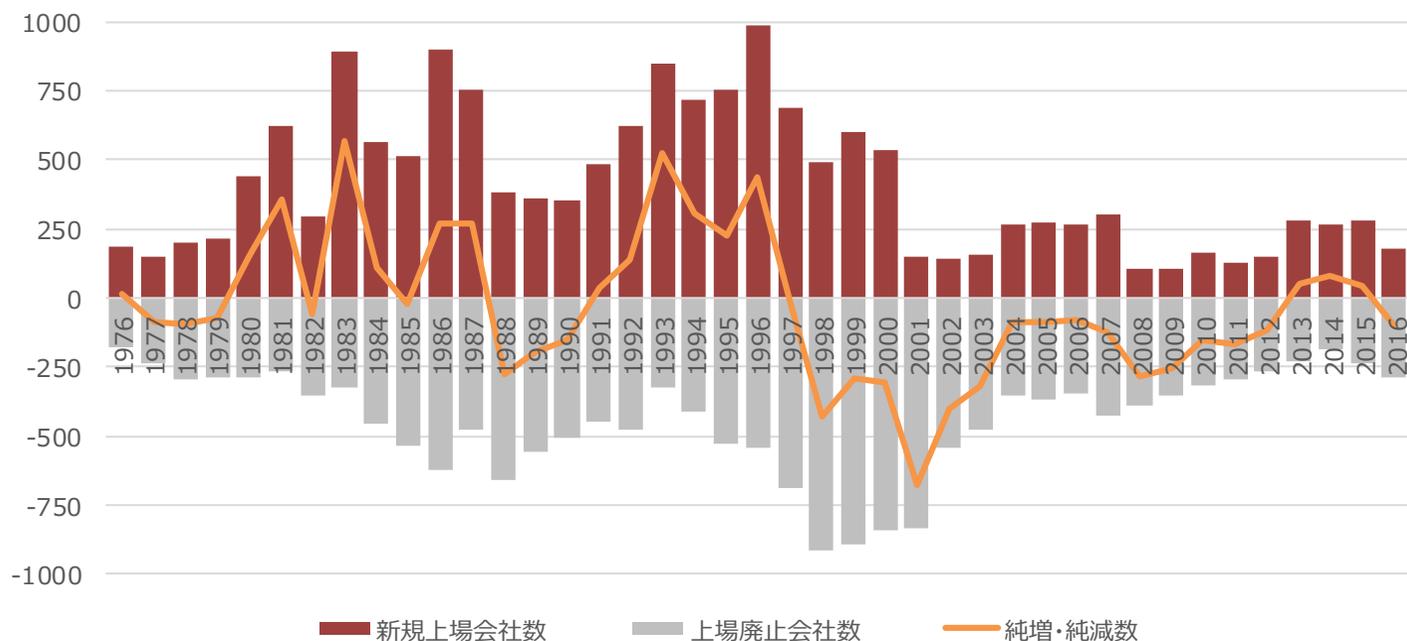
“IPOが米国市場の活力の源泉。既上場会社も成長”

2. 米国市場における上場会社の減少

上場会社数減少の要因

- 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、純減に転じた。
- 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わけではない。
- 新規上場会社数は、2001年を境に大きく減少。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、ITバブル崩壊後の2001年以降は低位で推移。

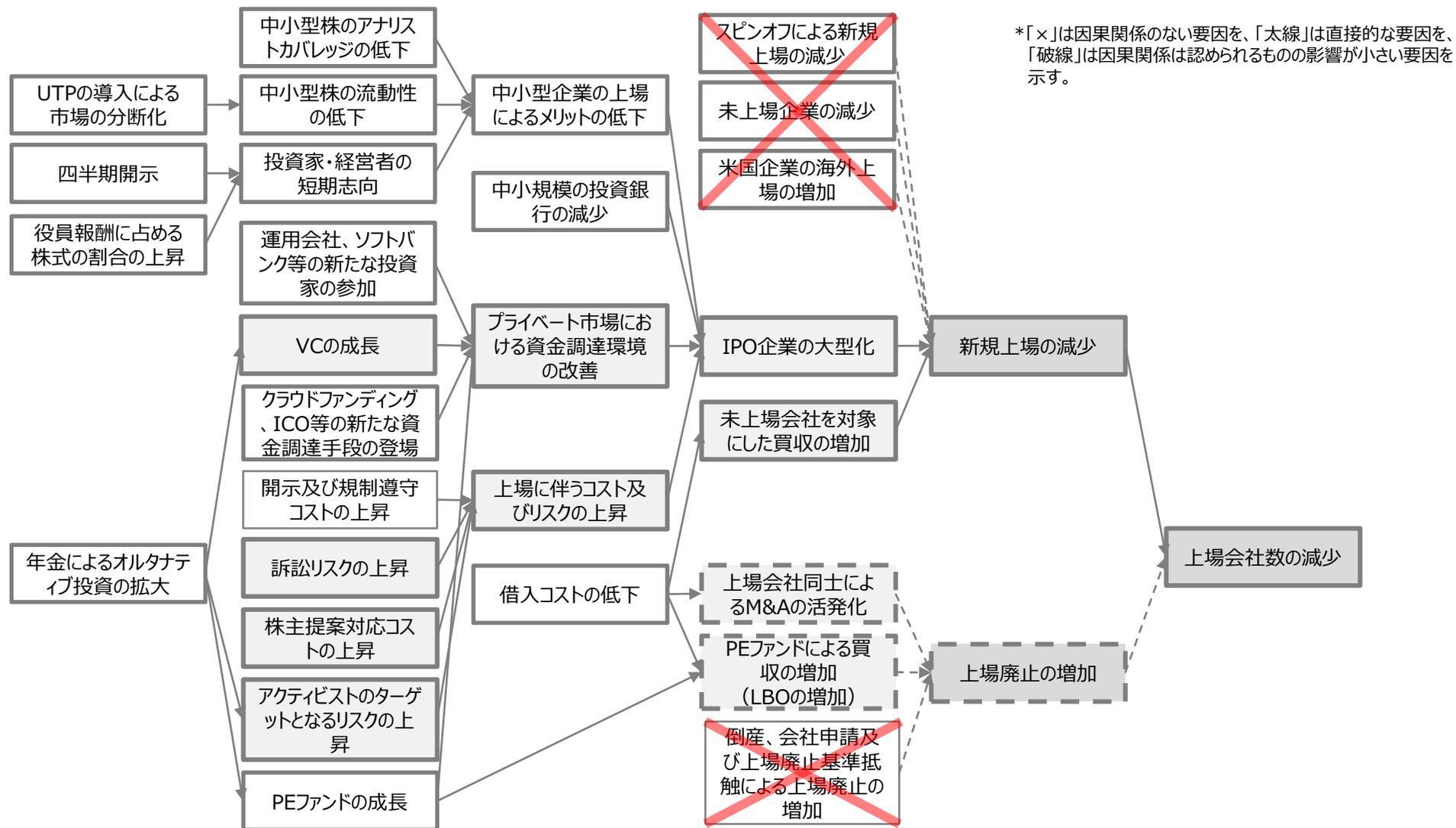
新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移（米国企業）



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

“上場会社数の減少は、主に新規上場会社数の減少により引き起こされた現象”

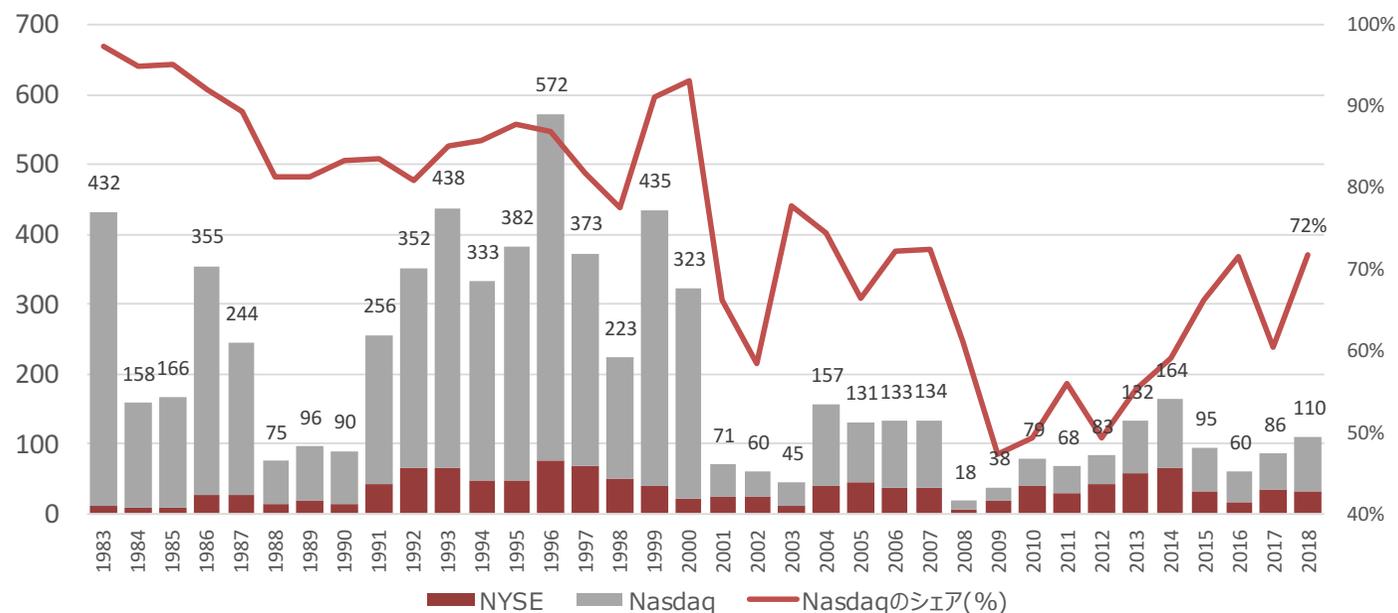
上場会社数減少の要因分解



IPO件数の長期トレンド

- 2001年を境に、IPO件数及び取引所別シェアが大きく変化。
- 2000年のITバブル崩壊により、2001年にIPO件数が71社まで落ち込み、さらに、2002年7月のサーベンス・オクスリー法の施行によるIPOコストの上昇等の影響により、2003年にはIPO件数は45件まで減少。
- 2012年に成立したJOBS法による規制緩和及び株式市場の回復に伴い、IPO件数は回復傾向にあるが、依然として年間200件を下回る状況が継続。

各市場におけるIPO調達額別のIPO件数の比率（2018年）



* NYSE又はNasdaqにおける事業会社によるIPOのみを対象としている。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CRSPIに掲載されていないIPOを除く。

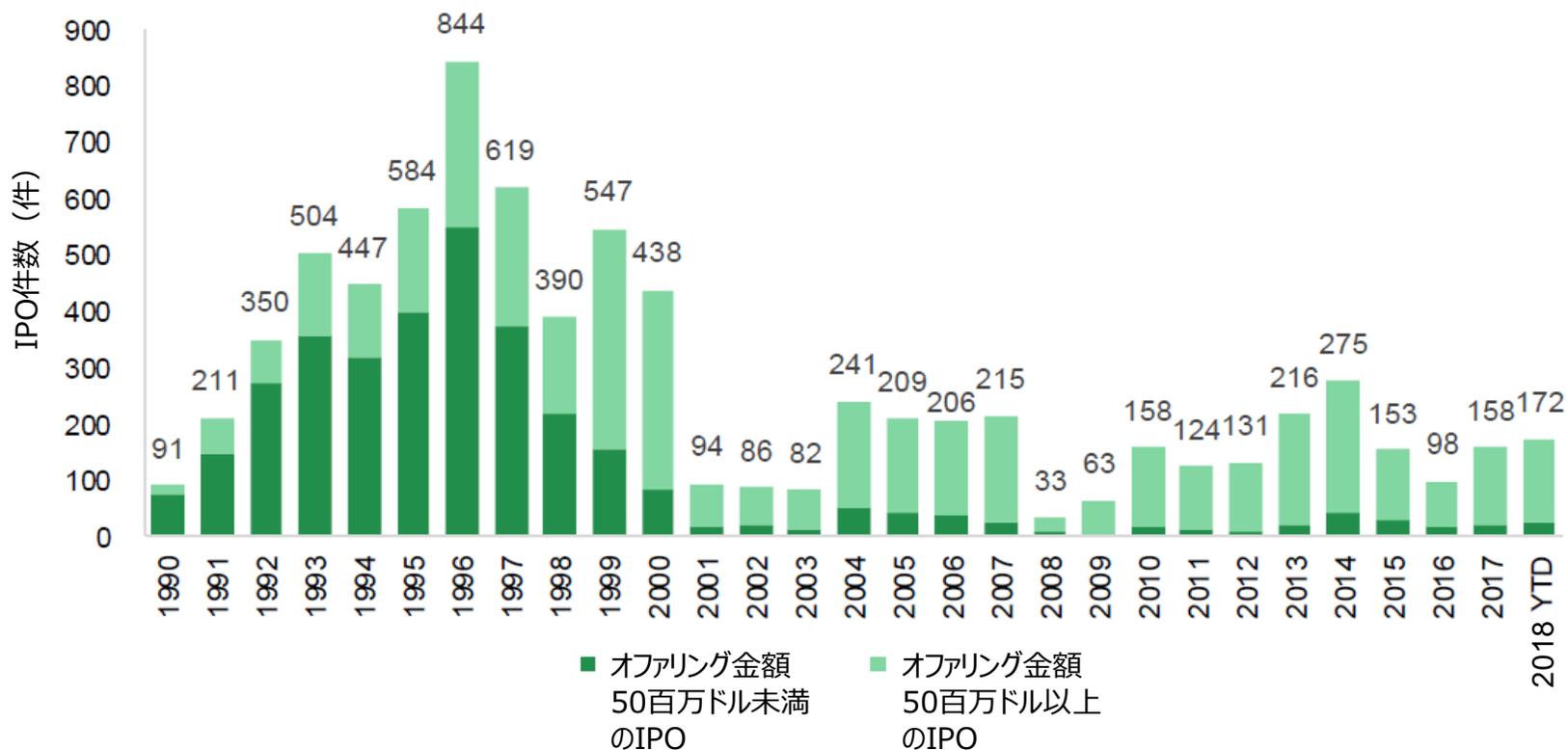
(出所) [Ritter, 2019]より筆者作成

“2001年を境に、IPO市場で構造的な変化が発生”

小規模なIPOの減少

- 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は大幅に減少。

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。

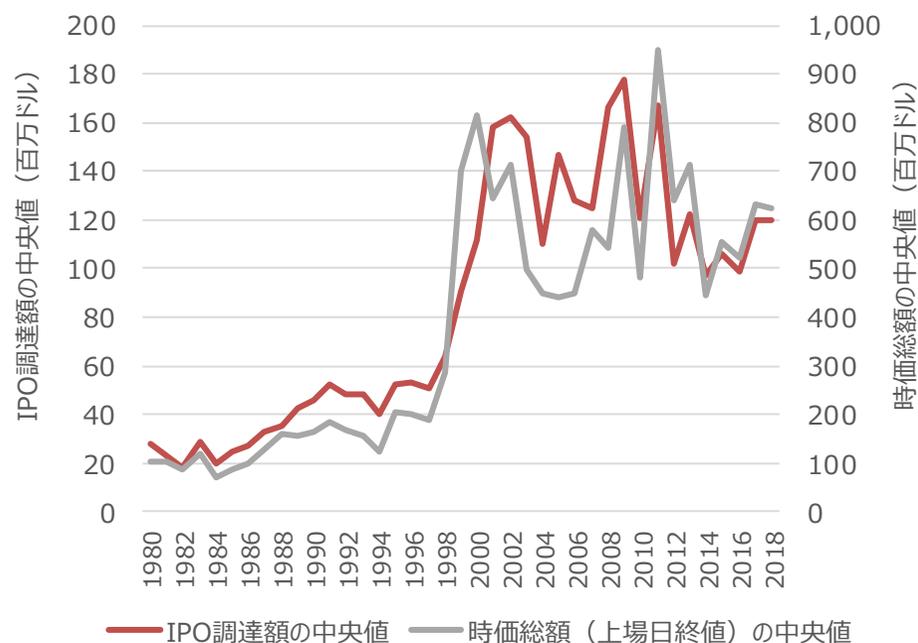
(出所) [Kolchin, 2018]

“2001年以降、小規模なIPOが急減。結果としてIPOが大型化” 9

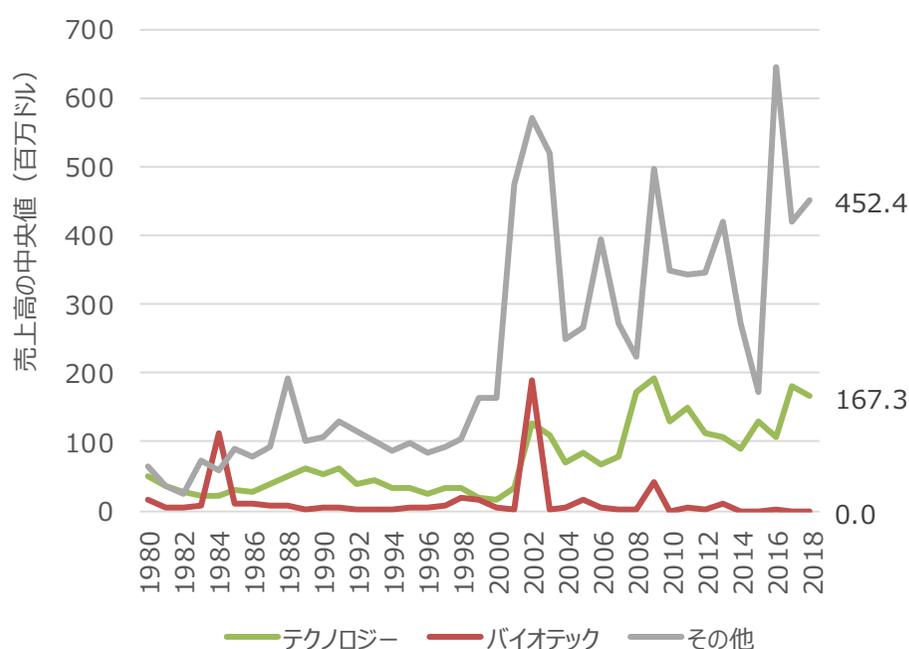
IPO企業の大型化

- 2001年以降、IPO調達額及び時価総額が大幅に上昇。
- 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。

IPO調達額及び時価総額の中央値の推移



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CRSPI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。

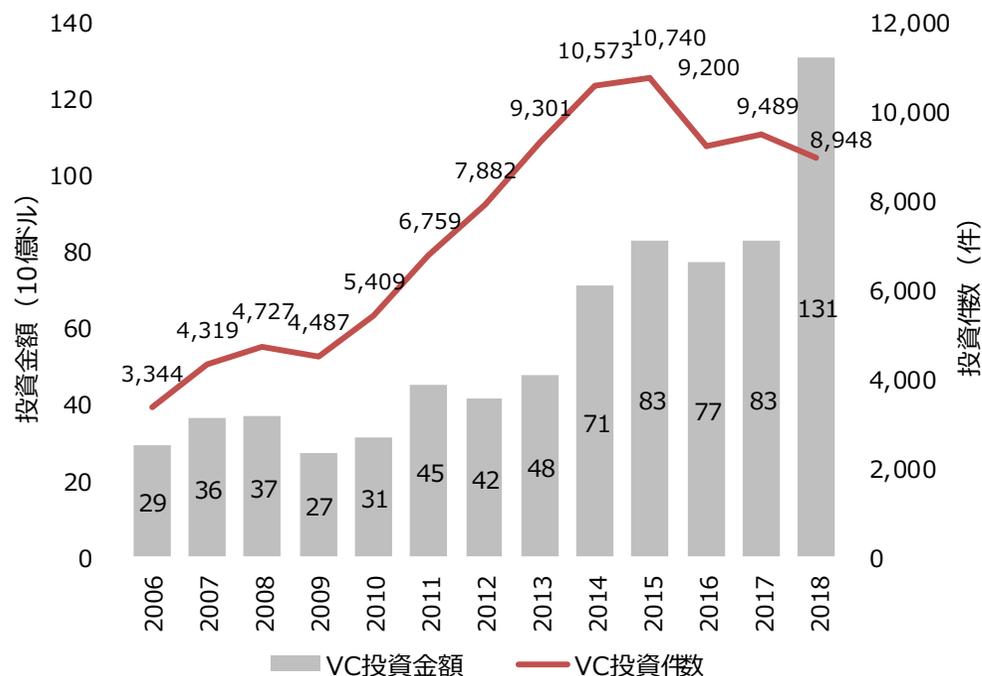
（出所） [Ritter, 2019]より筆者作成

“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）” 10

プライベート市場における資金調達環境の改善

- VCによる投資金額及び投資件数が継続的に増加。
- グローバルな年金は、過去20年間で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を19%拡大。
- ユニコーンと呼ばれる、直近の資金調達における評価額が10億ドルを超える未上場会社の数も年々増加。

VCによる投資金額及び投資件数の推移



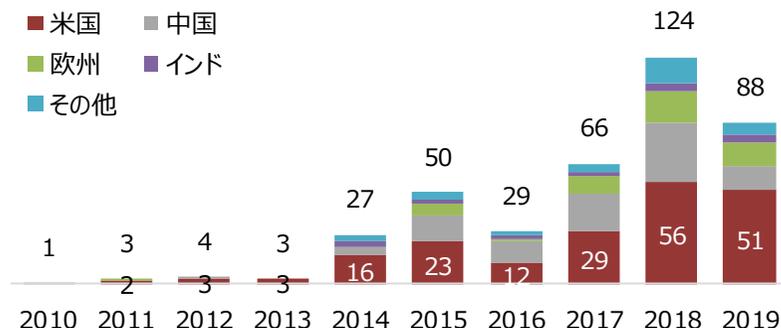
(出所) [PitchBook Data, Inc. and National Venture Capital Association (NVCA), 2019]より筆者作成

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

ユニコーンの地域及び年別の分布



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

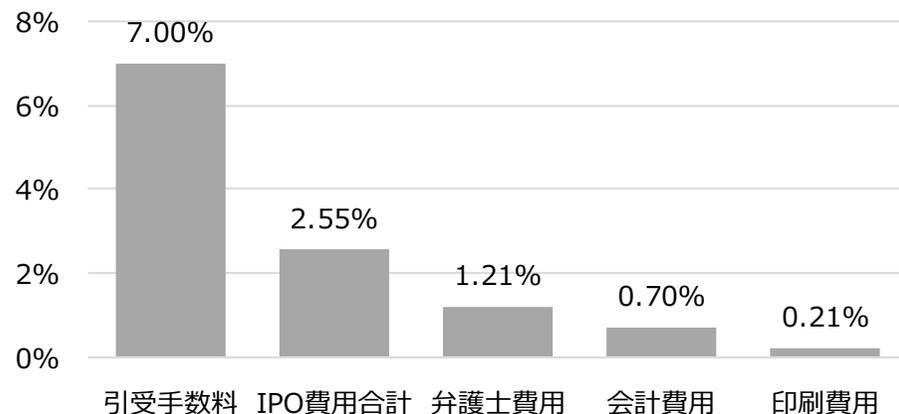
“より長い期間未上場のままで成長に必要な資金を調達することが可能に” 11

上場に伴うコスト及びリスク

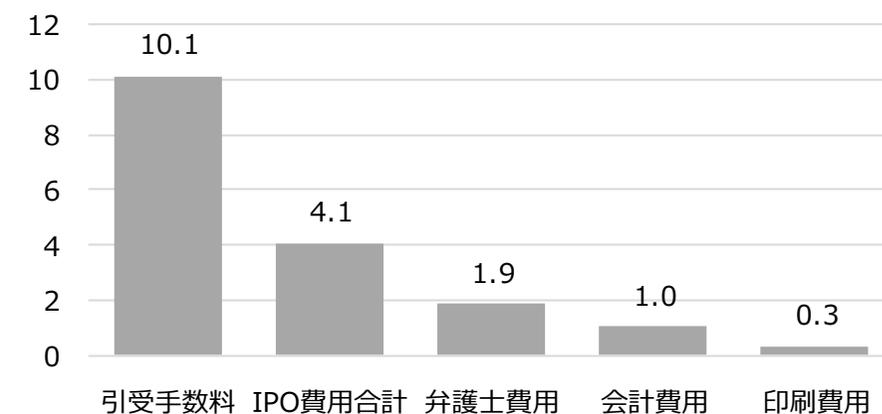
- 2018年にIPOを行った会社の引受手数料を除くIPO費用の中央値は4.1百万ドル（約4.5億円）で、引受手数料の中央値は10.1百万ドル（約11.1億円）であった。
- IPO費用のうち最大は、弁護士に対する支払い。弁護士費用の中央値は1.9百万ドル（約2.1億円）。
- 米国市場における証券クラスアクション等のリーガル・リスクの高さが、弁護士費用の高さの背景にあるものと考えられる。
- IPO費用のほか、SOX法やドッド・フランク法等による規制の遵守コストの上昇、証券クラスアクションの対象となるリスクの上昇、株主提案対応に係るコストの上昇、アクティビスト・ファンドによるキャンペーンのタ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。
- [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上場維持コストの平均は1.5百万ドル（約1.2億円）。

引受手数料及びIPO費用の中央値（2018年）

オファリング金額に対する割合



金額（百万ドル）



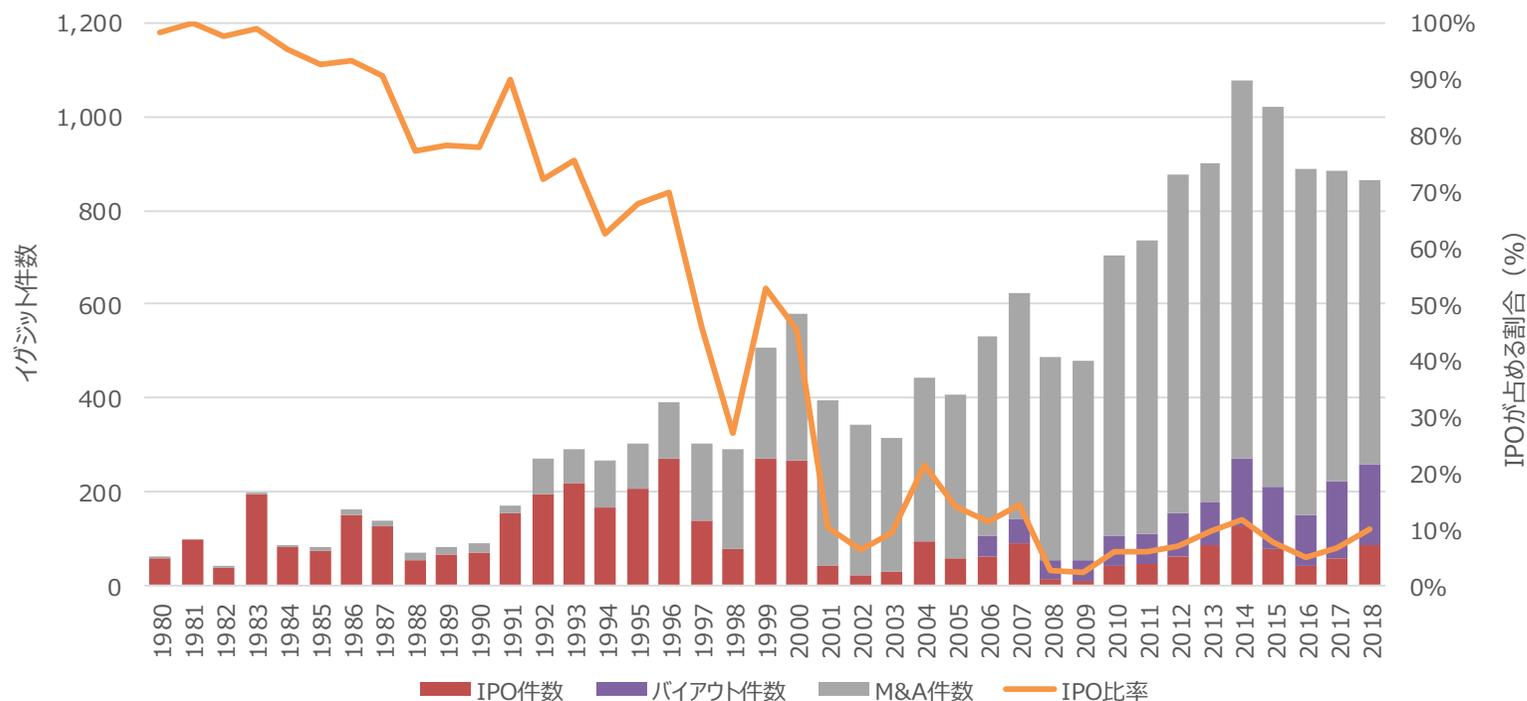
(出所) [Proskauer Rose LLP, 2019]より筆者作成

“上場に伴うコスト及びリスクの上昇により、中小規模の会社にとっての上場の魅力が低下” 12

未上場会社を対象とした買収

- 1996年まではVCから資金調達を行った会社によるイグジットの過半をIPOが占めていたが、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%未満となっている。
- 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等が挙げられる。

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

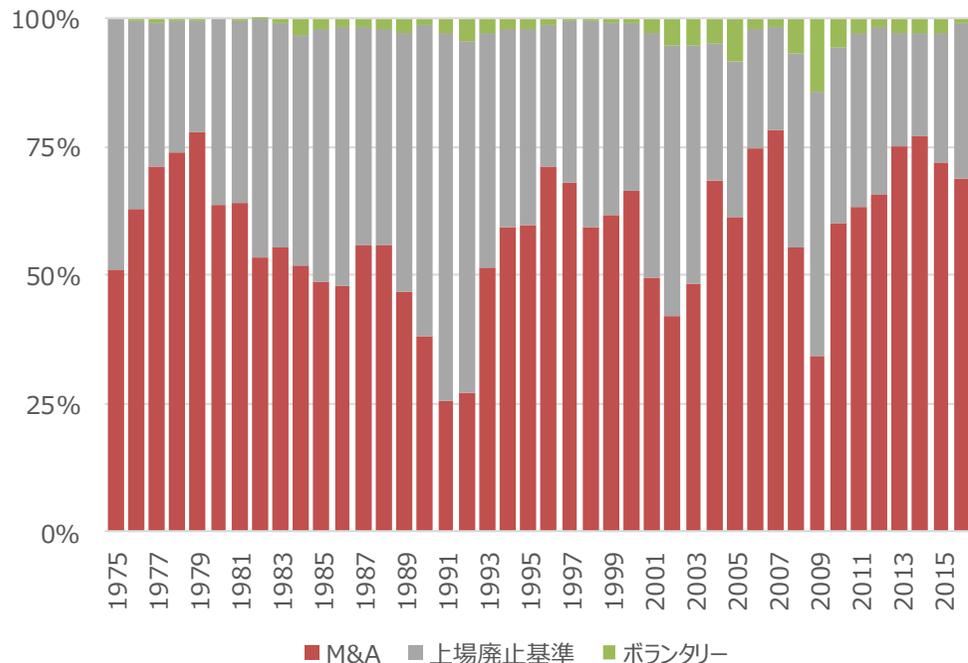


(出所) [PitchBook Data, Inc. and National Venture Capital Association (NVCA), 2019]より筆者作成

上場廃止の要因

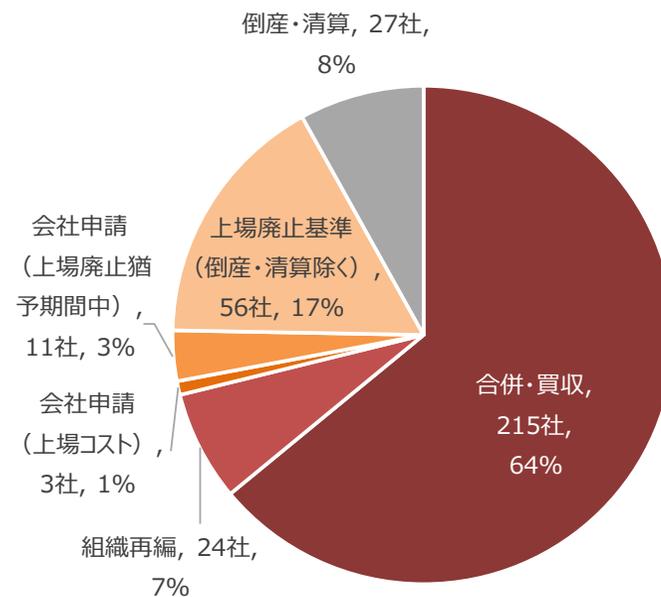
- 上場廃止の理由は、①M&Aによる上場廃止、②上場廃止基準抵触による上場廃止、及び③会社の申請による上場廃止（ボランタリーな上場廃止）の3つに大別される。
- M&Aによる上場廃止が継続的に過半を占め最大。
- 上場廃止基準抵触による上場廃止のうち70%が株価、時価総額又は純資産の基準への抵触。

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

米国企業の上場廃止理由（2016年）



*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

“上場会社数減少の直接的な要因はM&A” 14

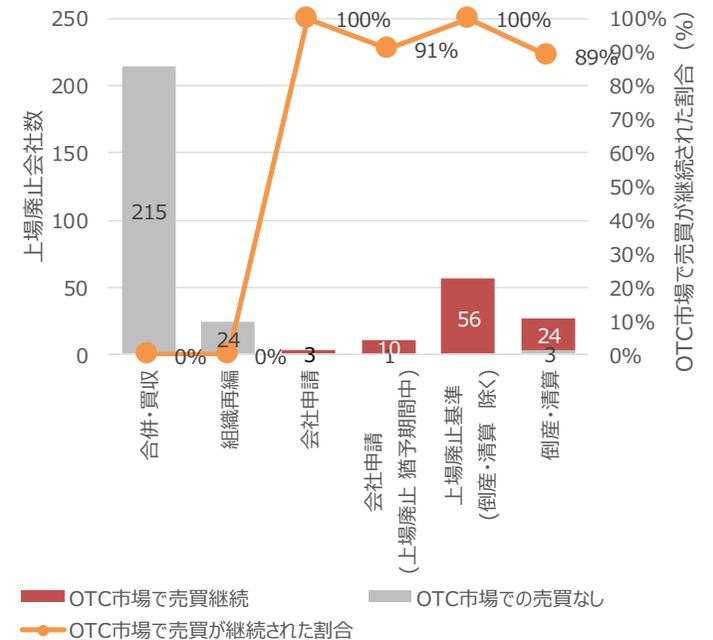
OTC市場

- 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市場が存在。
- 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。
- 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る。

米国証券市場の概念図

	気配公表あり	気配公表なし
上場株式 流通市場	<p>国法証券取引所</p> <ul style="list-style-type: none"> NYSEグループ (NYSE等) Nasdaqグループ (Nasdaq等) CBOEグループ (BZX等) その他グループ (IEX・CHX) <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場有価証券の売買を取扱う。 ・ 全米市場システム (NMS) により相互に接続されており、あたかも一つの大きな市場を形成。 	<p>ダークプール</p> <ul style="list-style-type: none"> Chi-X Global CrossFinder ... <ul style="list-style-type: none"> ・ 主に上場有価証券の売買を取扱うが、中にはOTC銘柄の売買も取扱うダークプールもある。 ・ 気配情報は外部に配信されないが、売買高は公表される。 ・ 主要ブローカー・ディーラーがそれぞれ開設しており、非常に多くの市場が存在する。
非上場株式 流通市場	<p>OTC市場</p> <ul style="list-style-type: none"> OTC QX OTC QB Pink OTCBB GLOBAL OTC <ul style="list-style-type: none"> ・ OTC Markets Groupが運営。約1万銘柄が登録される、米国OTC市場のメインマーケット。 ・ 自主規制機関には該当せず、SECによる規則認可も不要。 ・ FINRAが運営するOTC市場。OTC Markets Groupの登場により、ほぼその役割を終えつつある。 ・ 元Archipelagoで、現NYSE傘下のOTC市場。登録市場は無く、売買市場のみ。シェアも小さい。 	<p>プライベート・マーケット</p> <ul style="list-style-type: none"> Nasdaq Private Market その他 <ul style="list-style-type: none"> ・ 限定された株主による完全な相対市場。 ・ 気配や売買高の情報は一般には公開されない。また、銘柄に対してティッカーコードは付与されず、他市場で売買されることもない。 ・ Regulation A+やRegulation Crowdfundingなど、JOBS法に基づきアーリーステージの企業に対して資金調達を認めた新たな枠組み。

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)



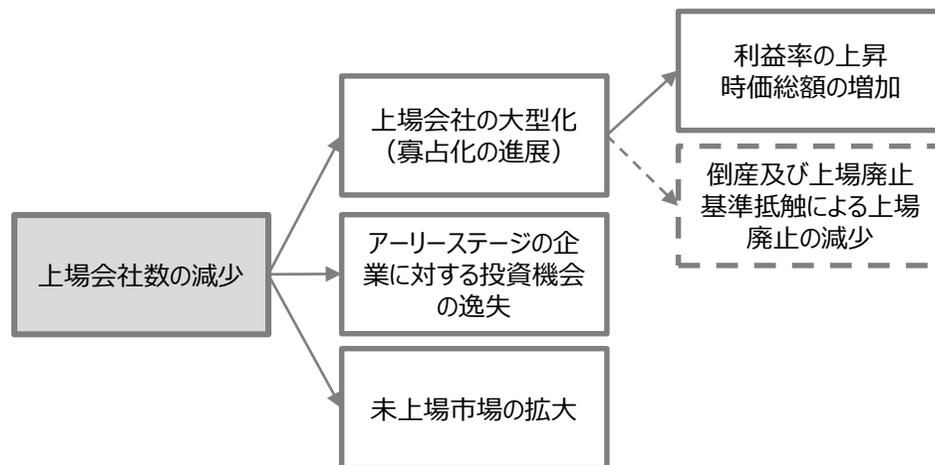
* 2016年に国法証券取引所から上場廃止となった米国籍企業が対象。複数種類株の発行会社は1社としてカウント。SPAC、ワラント及び新株予約権を除く。

(出所) Bloomberg及び会社開示資料より筆者作成

上場会社数の減少がもたらす影響

- 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。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。時価総額の成長に寄与。
- 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失。

*「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。

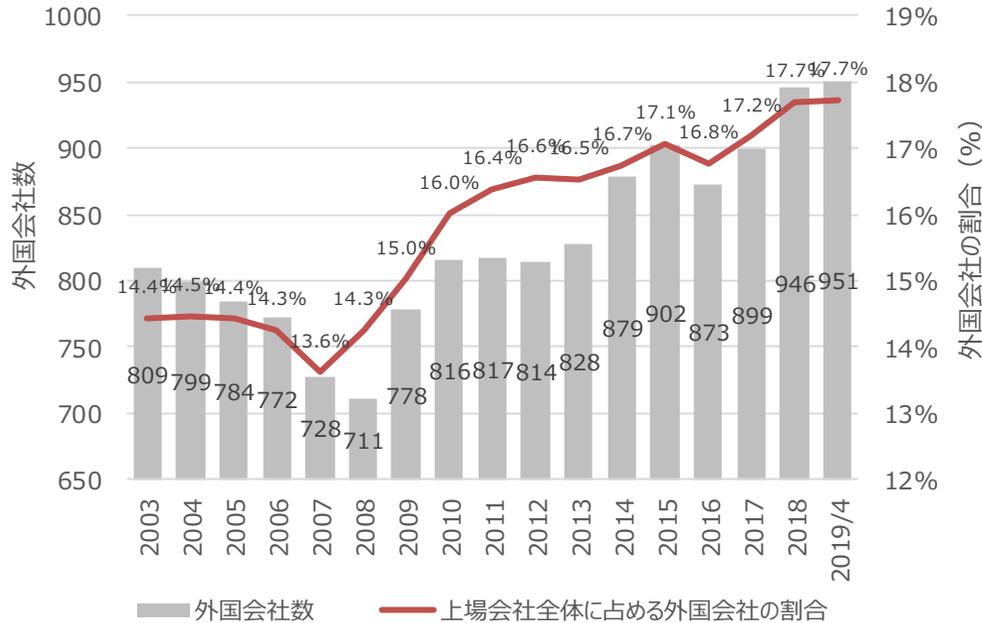


“M&Aの進展が時価総額の増加をもたらす一方、個人投資家がアーリーステージの会社への投資を通じて大きなリターンを得る機会を逸失” 16

米国市場のIPO市場としての魅力

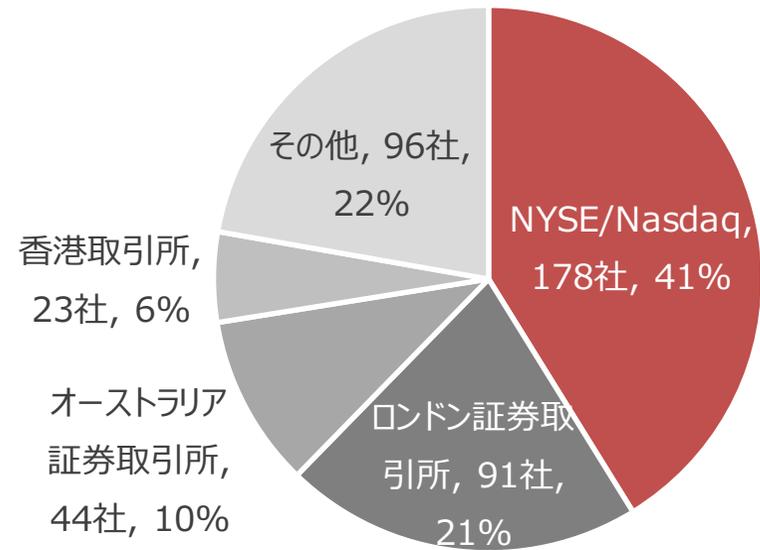
- 米国企業の上場会社数が減少する一方、外国会社の上場会社数は2009年以降、上昇傾向。米国企業の上場会社数の減少も手伝って、全上場会社に占める外国会社の割合は、2019年4月末には17.7%まで上昇。また、米国市場は、2012年から2016年にかけてクロスボーダーIPOの41%を獲得。
- イグジット時の評価額が20億ドル以上の米国企業46社のうち、30社が米国市場でのIPOを選択。

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

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

“クロスボーダーIPO及び規模の大きい未上場企業のイグジットのデータからは、他のイグジットの手段と比較して、米国市場へのIPOが、相対的に魅力が高いことが読み取れる”

3. 上場コストの正体と株主第一主義

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

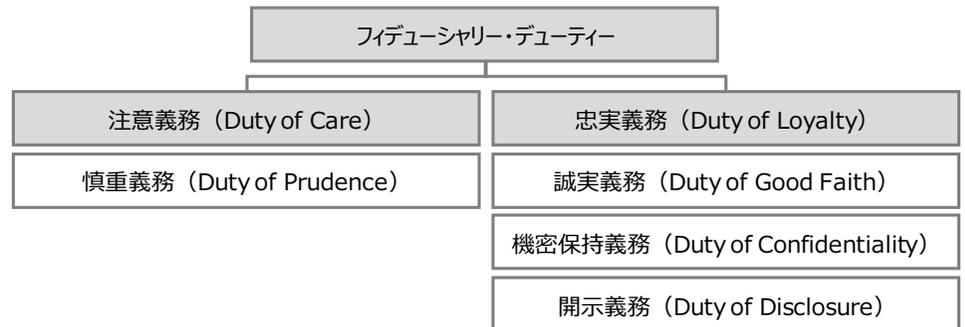
- ある者が、他人の利益のために行動する義務を負う関係を一般にFiduciary Relationship（信認関係）といい、この法原理をフィデューシャリー法理という。
- 米国における取締役のフィデューシャリー・デューティーは、州の会社法上の経営者の株主に対する注意義務や忠実義務等の義務を総称する概念である。
- フィデューシャリー・デューティーは、注意義務及び忠実義務という2つの基本的な義務からなり、取締役は、誠実かつ相当な注意を持って、会社及び株主の最善の利益（経済的な利益）のために行動しなければならない。
- 取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーは、米国市場における株主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。

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



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、医者の医療行為、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。

フィデューシャリー・デューティーの概念図

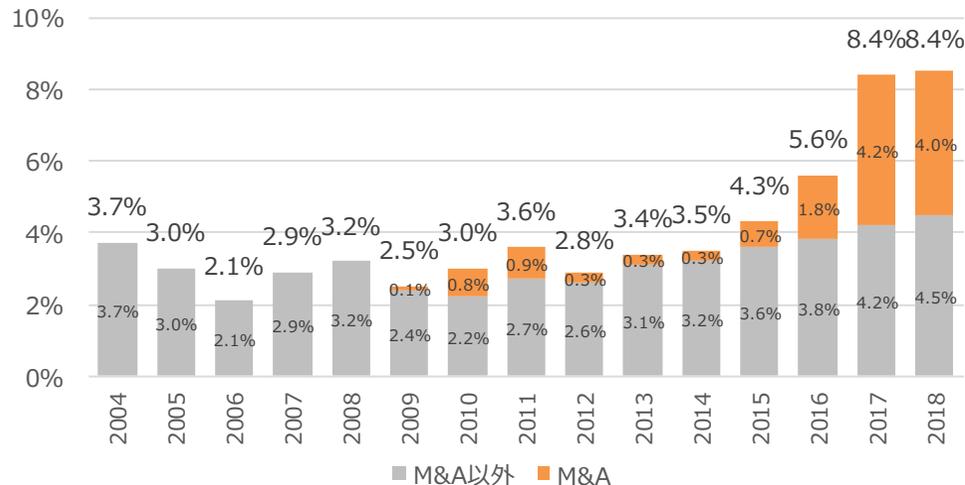


“取締役の株主に対するフィデューシャリー・デューティーの下、取締役は株価を上げるために行動する義務を負っている”

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。
- 証券クラスアクションのほとんどが棄却又は和解で解決されており、M&A訴訟の多くは追加開示による和解で解決されている。

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（連邦裁判所のみ）



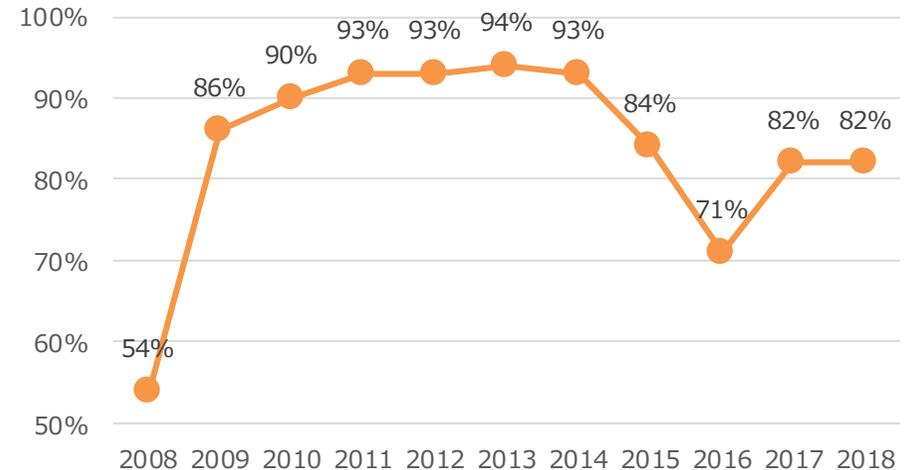
* 2016年1月のTrulia事件をきっかけに、デラウェア州裁判所はM&A訴訟に関して、2つの司法審査（省略された情報の重要性の立証と弁護士費用に係る係争費用ヒアリング）を追加。2016年以降、M&Aに関連した連邦裁判所での連邦証券法に基づくクラスアクションが増加。

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

用語定義

- **証券クラスアクション**：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。このうち、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」と定義する。
- **M&A訴訟**：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。

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）



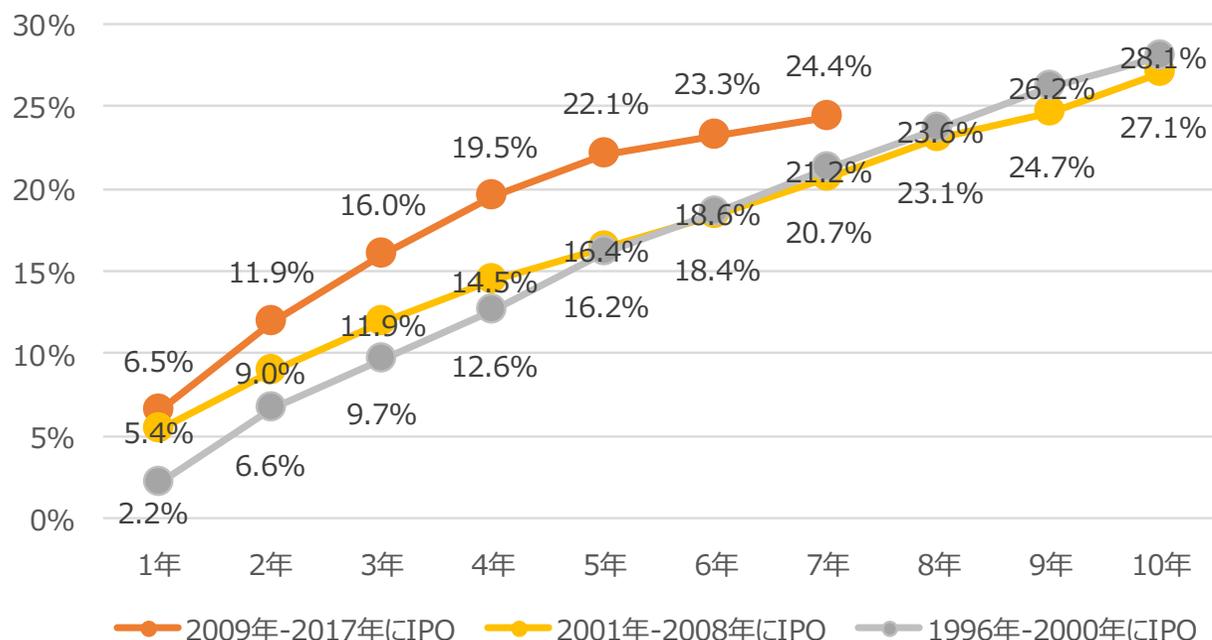
（出所） [Cornerstone Research, 2019b]より筆者作成

“約12社に1社が証券クラスアクションのターゲット、大型M&Aの82%が訴訟のターゲットに” 20

IPO企業の証券クラスアクション・リスク

- 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。
- 2009年以前と比較して、証券クラスアクションの標的となるリスクは上昇傾向にある。

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



* 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

**“IPO企業の約4社に1社が証券クラスアクションのターゲットに”
“未上場会社がIPOを行う意欲を失わせる要因の1つ”**

上場会社及び役員株主に対する法的責任

- 上場会社及び役員株主に対する法的責任は、主に以下の「連邦証券法」、「州証券法」及び「州会社法」の3つを根拠とする。
- 不適切な証券取引に関する救済と制裁は、以下の「民事訴訟」、「行政処分」及び「刑事訴訟」の3つの手続きを通じて行われる。
- クラスアクション及び株主代表訴訟は、民事訴訟に含まれる。民事訴訟は、被告である上場会社又は役員株主の行為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。

上場会社及び役員株主に対する法的責任

連邦証券法	<p>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、上場会社及び役員株主には以下の責任が生じる。</p> <ul style="list-style-type: none">● 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。● 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。● SEC登録義務：証券の募集に関するSEC登録義務。● 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。● 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。
州証券法	<p>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、上場会社及び役員株主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。</p>
州会社法	<p>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。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。</p>

証券クラスアクションの請求事項

- 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、次いでSEC規則10b-5違反が86%となった。

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

請求事項	2014	2015	2016	2017	2018	
SEC規則10b-5	93%	92%	94%	93%	86%	#2
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%	#1
虚偽の将来予測に関する開示	51%	53%	45%	46%	48%	#3
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

証券クラスアクション和解額

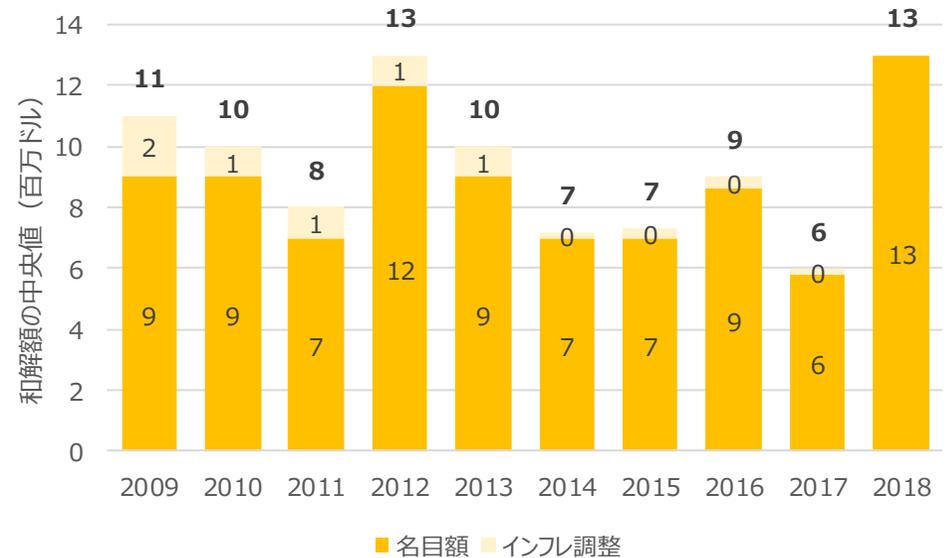
- これまでの和解の最高額は、SOX法制定のきっかけにもなったエンロンで、和解額の合計は約72億ドル（約7,878億円）。2018年の最高額はブラジルの石油会社ペトロブラスの30億ドル（約3,263億円）であった。
- 2018年の和解額の平均は6,900万ドル（約75億円）で、中央値は1,300万ドル（約14億円）と、一般的な和解額でも10億円を超える水準となっている。

証券クラスアクション和解額ランキング

#	原告	和解年	和解額合計 (百万ドル)
1	ENRON Corp.	2003-2010	7,242
2	WorldCom, Inc.	2004-2005	6,196
3	Cendant Corp.	2000	3,692
4	Tyco International, Ltd.	2007	3,200
5	Petróleo Brasileiro S.A.—Petrobras	2018	3,000
6	AOL Time Warner Inc.	2006	2,650
7	Bank of America Corp.	2013	2,425
8	Household International, Inc.	2006-2016	1,577
9	Nortel Networks Corp. I	2006	1,143
10	Royal Ahold, NV	2006	1,100
上位10件合計			32,224

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

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)



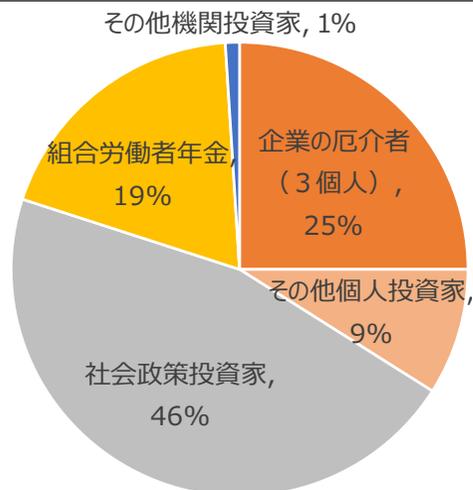
(出所) [Gibson, Dunn & Crutcher LLP, 2019]より筆者作成

“証券クラスアクションの和解額の中央値は約14億円” 24

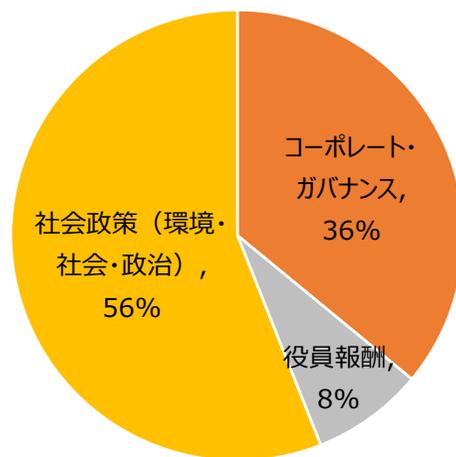
株主提案と企業の厄介者 (Corporate Gadflies)

- 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、株主提案1件当たり87,000ドル（約1千万円）、米国の上場会社全体で、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。

カテゴリー及び投資家別の株主提案の割合 (2017年)



株主提案の議題の割合 (2017年)



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。

*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。

*企業の厄介者は、①John Chevedden、②William & Kenneth Steiner (父親と息子) 及び③James McRitchie & Myra Young (夫婦) の合計。

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

*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。

*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。

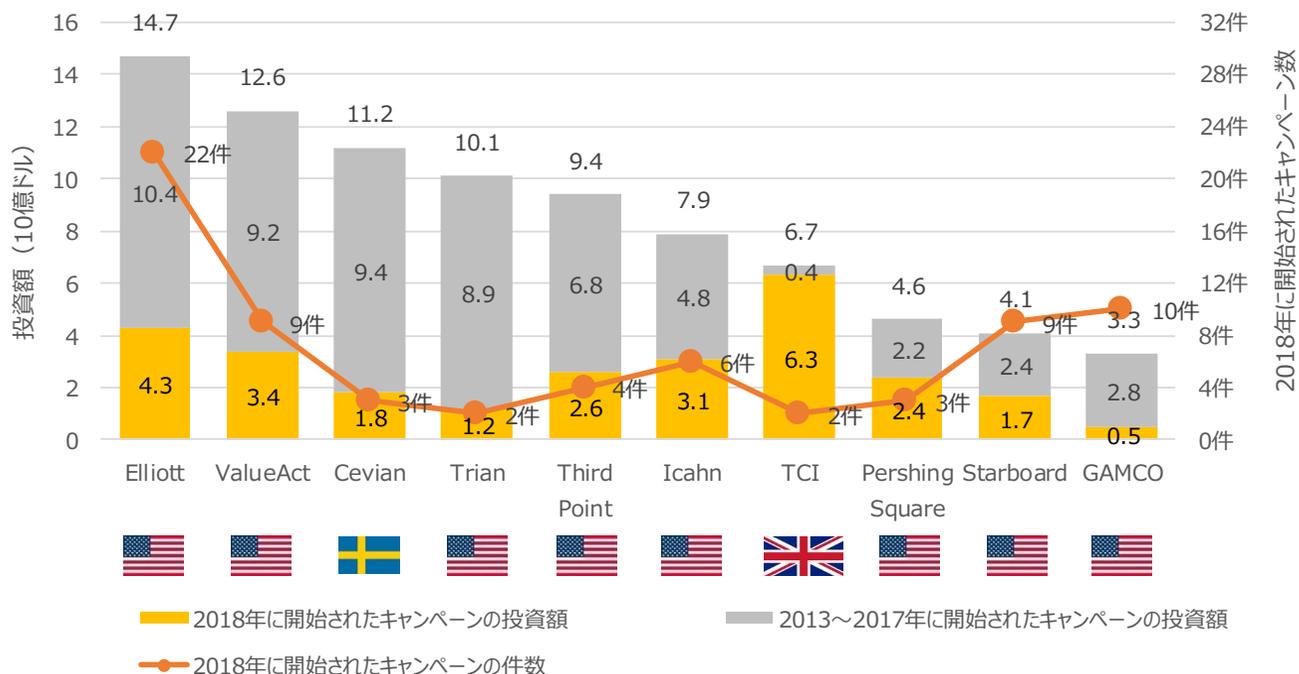
(出所) SECより筆者作成

“アクティビスト・ファンドは件数ベースではマイナーな存在。株主提案1件当たり約1千万円の費用” 25

アクティビスト・ファンドによるキャンペーン

- アクティビスト投資評価額上位10社中8社が米国に本社を置く投資家。
- 上位10社のうち、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、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。

アクティビスト・ファンド投資評価額上位10社（2018年末）



アクティビスト・ファンドによるキャンペーンとは？

- 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。

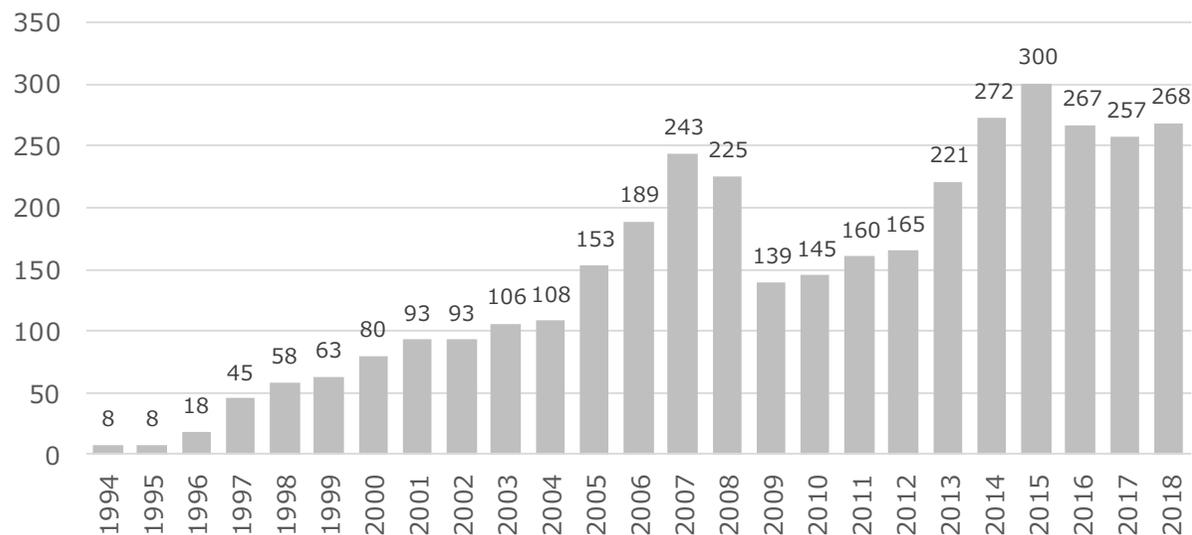
(出所) [Lazard, 2019]より筆者作成

“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させること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”²⁶

アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの概況

- 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。
- 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った。

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

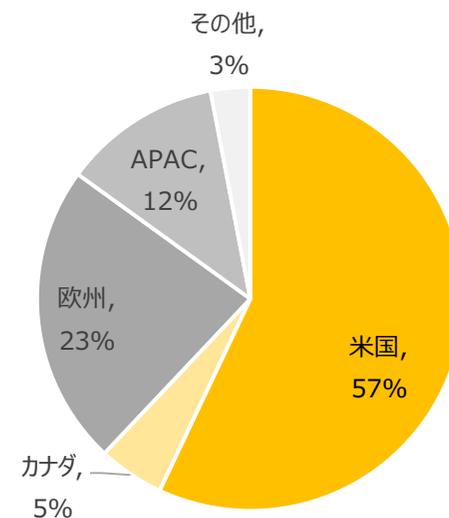


* 1994年から1999年は [Greenwood Schor, 2007]のデータを、2000年から2012年は [Boyson, Gantchev, Shivdasani, 2015]のデータを、2013年は [Sullivan & Cromwell LLP, 2018b]のデータを、2014年から2017年は [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]のデータを使用した。

* 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

アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの地域別件数の割合（2018年、247件）



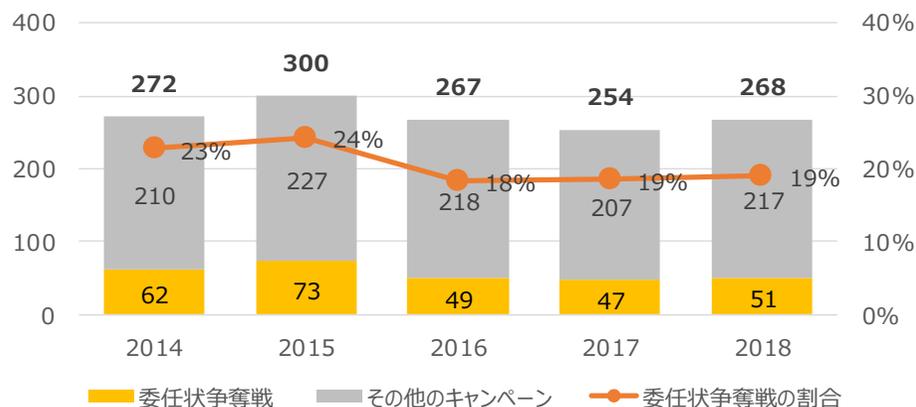
* キャンペーン発表時に時価総額が5億ドル以上の会社に対するキャンペーンが対象。APACにはアジア、オーストラリア及びニュージーランド。投資金額はキャンペーン発表時の金額。

(出所) [Lazard, 2019]より筆者作成

アクティビスト・ファンドの戦術と委任状争奪戦

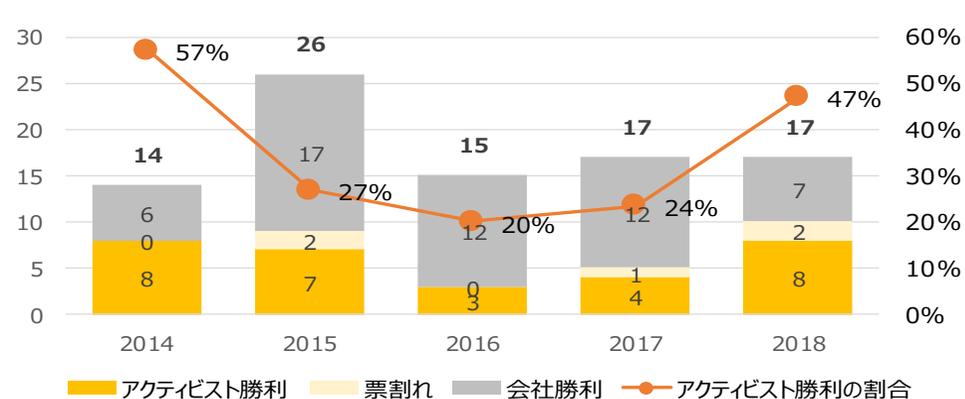
- アクティビスト・ファンドがキャンペーンの目標を達成するために用いる最も一般的な戦略は、委任状争奪戦である。2018年に開始されたキャンペーンの19%が委任状争奪戦を実施。
- 広報キャンペーンも一般的な戦術で、2018年は、40%のキャンペーンにおいて、投資先企業に関するプレゼンテーションや投資先企業に送付した書簡の公開、プレスリリースの発行、ウェブサイトの開設、YouTube、Twitter等のソーシャルメディアの利用による広報キャンペーンが行われた。
- 訴訟や臨時株主総会の招集等のアグレッシブな戦術が利用されることはまれ（いずれも5%未満）であるが、アクティビスト・ファンドにとって重要な戦術となっている。
- 委任状争奪戦が開始されたキャンペーンのうち、実際に投票に至る割合は半分に満たず、2018年は33%であった。2018年は、アクティビストの勝利が会社の勝利を上回った。

委任状争奪戦を使用した米国企業に対するキャンペーンの割合



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

投票に至った委任状争奪戦の結果



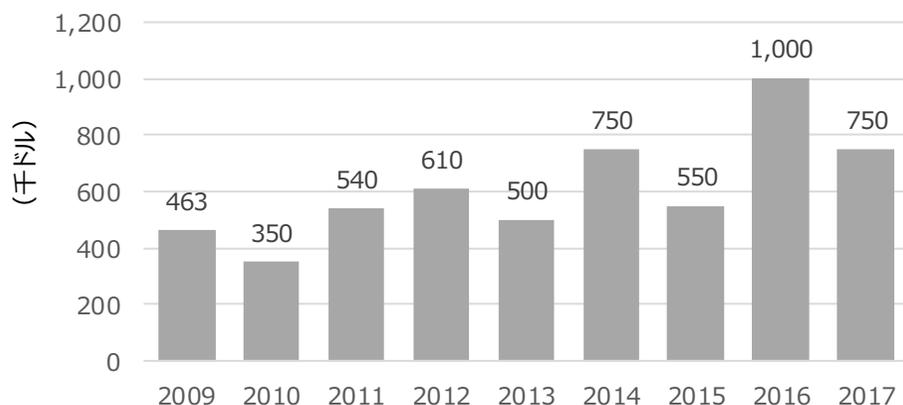
(出所) [Sullivan & Cromwell LLP, 2019]より筆者作成

“アクティビスト・ファンドによるキャンペーンのうち、委任状争奪戦を開始し、実際に投票が行われ、アクティビスト・ファンドが勝利するキャンペーンの割合は全体の3%” 28

委任状争奪戦のコスト

- 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）と2010年対比では2.1倍の水準となった。
- 2017年の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



(出所) [Coronato, 2017]より筆者作成

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

P&Gとトライアの委任状争奪戦

- 2017年にアクティビスト・ファンドのトライアムは、P&Gに対して、トライアムの創業者兼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実施。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、トライアムの勝利を開示し、さらに会社側の勝利を開示と、その結果は二転。
- 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。

“会社側の委任状争奪戦に係る費用の中央値は約8,452万円” 29

アクティビスト・ファンドによるキャンペーンの目標

- 事業戦略、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）及びM&A（事業売却又は提案された合併への反対）に関する目標が太宗を占める。
- 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。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。

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%

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%

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%	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

* 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

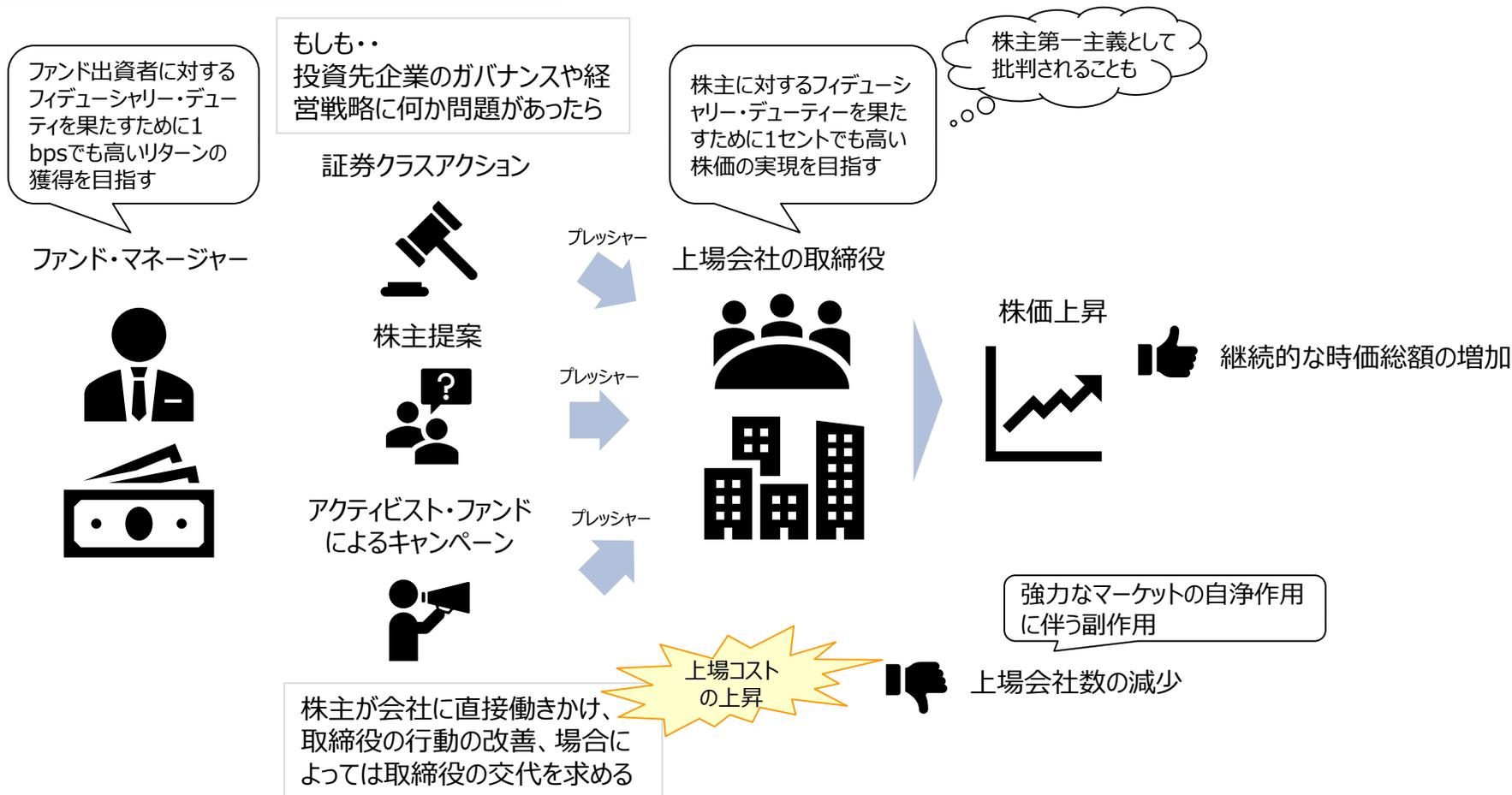
“アクティビスト・ファンドのキャンペーンの対象企業の10%が株主価値向上策を実施” 30

4. おわりに

マーケットの自浄作用と成長のメカニズム

- 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。

マーケットの自浄作用のイメージ



“マーケットの自浄作用が米国市場のダイナミズムの源泉” 32

参考文献

- 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.
- BirstinglAndrew. (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>.

参考文献

- 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/giovanetti-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 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.

参考文献

- 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/divisions/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.cmwealth.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>.

参考文献

- 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". URL: 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.

参考文献

- 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>.